



**CATÓLICA**  
**FACULDADE DE DIREITO**

ESCOLA DE LISBOA

## **AS CLÁUSULAS DE VARIAÇÃO DE PREÇO NA AQUISIÇÃO DE EMPRESAS**

---

### **MESTRADO DIREITO EMPRESARIAL**

Maria Beatriz Estêvão Cordeiro

Dissertação de Mestrado orientada por:

Professor Rui Pinto Duarte

Março de 2019

**Palavras-chave:** aquisição de empresas, cláusulas de variação de preço, fusões e aquisições, *share deal*, *asset deal*

## **MODO DE CITAR:**

Os títulos de monografias são citados em itálico. Os artigos doutrinários publicados em Estudos ou Revistas são citados entre aspas.

As obras citadas pela primeira vez são referidas pelo nome do autor e respetivo título, seguidos da identificação da editora, edição e ano. Nas citações seguintes, apenas são referidos o nome do autor e o título, seguido de *ob.cit.*.

As citações em língua estrangeira são feitas na língua original.

As abreviaturas utilizadas têm o significado referido na lista de abreviaturas.

A presente dissertação foi escrita ao abrigo do novo acordo ortográfico.

## ÍNDICE

|  | Pág. |
|--|------|
| Lista abreviaturas.....  | 4    |
| 1. Introdução.....   | 6    |
| 2. Aquisição de empresas – breves considerações.....   | 7    |
| 3. Contratos de transmissão de empresas.....   | 10   |
| 3.1. <i>Leveraged buyout</i> .....   | 10   |
| 3.2. Fusões e cisões.....  | 11   |
| 3.3. Processos de liquidação societária, judicial e insolvencial.....                            | 14   |
| 4. Modalidades: <i>Asset Deals versus Share Deals</i> .....                                      | 16   |
| 4.1. <i>Asset Deals</i> .....  | 17   |
| 4.2. <i>Share Deals</i> .....  | 19   |
| 5. Determinação do preço de venda de empresas.....   | 24   |
| 5.1. A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa.....                                      | 31   |
| 6. Cláusulas de variação de preço.....   | 34   |
| 6.1. Cláusulas que ligam a variação de preço às <i>representations</i> e <i>warranties</i> ..... | 34   |
| 6.2. Cláusulas que ligam a variação de preço à atividade da empresa posterior ao contrato.....   | 39   |
| 6.2.1. Cláusulas <i>Earn-out</i> .....   | 39   |
| 6.2.2. Cláusulas <i>Material Adverse Change</i> .....  | 43   |
| 7. Preço fixo - Mecanismo <i>Locked Box</i> .....  | 46   |
| 8. Conclusão.....  | 47   |
| 9. Bibliografia.....   | 49   |

## LISTA DE ABREVIATURAS

Ac. – Acórdão

Al. (s) – Alínea (s)

Art. (s) – Artigo (s)

CC – Código Civil

CCom. – Código Comercial

Cfr. – Confronte

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CIRS - Código do Imposto sobre o Rendimento as Pessoas Singulares

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento as Pessoas Coletivas

CIMT – Código do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis

CIVA – Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado

CPC – Código de Processo Civil

CRCom. – Código do Registo Comercial

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto-lei

Ed. - Edição

i.e. – Isto é

LBO – *Leveraged Buyout*

MAC – *Material adverse change*

MAE – *Material adverse effect*

MBO – *Management Buyout*

N.º - número

*Ob. cit.* – Obra citada

P., pp. – Página, páginas

V. - vide

v.g. – *Verbi gratia*

Vol. – Volume

ROA – Revista da Ordem dos Advogados

ROC – Revisor Oficial de Contas

SFP – Sociedade Financeira Portuguesa

SROC – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas

Ss. – Seguintes

STJ - Supremo Tribunal de Justiça

## 1. Introdução

A prática negocial tem demonstrado diversas faces das operações de transmissão de empresa, cujos processos se revelam, as mais das vezes, complexos e morosos, envolvendo múltiplos atos conducentes ao efeito translativo. O crescimento exponencial destas operações permitiu o desenvolvimento de uma panóplia de técnicas tendentes à transmissão da empresa para um novo adquirente.

As elevadas quantias de dinheiro que habitualmente estão associadas às operações em estudo torna imperativo equilibrar os interesses das partes envolvidas, atendendo às configurações das variadas técnicas, onde podemos destacar, *v.g.*, fusões, OPA, *management buyouts* ou *leveraged buyouts*, a partir das quais se terá de aferir a melhor forma de adquirir determinada empresa, com os melhores custos e benefícios.

A prática evidencia que a informação é um dos elementos essenciais em todo o processo de aquisição de empresas, por ter repercussões na formação da vontade do adquirente. Os custos inerentes à obtenção de informação que espelhe a realidade da empresa justificam, de certo modo, a morosidade destas operações, sobretudo nas operações de maior envergadura. Com efeito, só uma parte devidamente informada e esclarecida logra obter os resultados expectáveis. Neste contexto, os deveres de cooperação entre os intervenientes são reforçados, pois ambos têm de encetar os melhores esforços para concluir a operação, sem frustrar as expectativas das partes.

A fase pré-contratual, na qual se pode evidenciar a realização da *due diligence*, é elementar para aferir o valor da empresa, traduzida num preço.

Ao abrigo da autonomia privada, as partes contraentes podem diferir o pagamento do preço para um momento posterior, sendo concedida uma larga margem de estipulação de cláusulas de revisão de preço em tais contratos.

A presente dissertação propõe-se analisar a envolvência da operação de aquisição de empresas, o que implica, necessariamente, traçar a ponte desde o início das negociações até à produção do efeito translativo, analisando o modo de fixação do preço, bem como as motivações que originam a necessidade de estabelecer cláusulas de variação de preço e as implicações que estas têm na *praxis* negocial.

## 2. Aquisição de empresas – breves considerações

Com o decorrer dos anos, a temática da aquisição de empresas foi ganhando relevo no panorama jurídico, tendo o período dos anos oitenta do século XX sido um marco dessa evolução. Verificou-se um crescimento repentino no volume de aquisições empresariais. Por tal facto, este período foi cunhado como *the deal decade*<sup>1</sup>.

Nos tempos seguintes, a temática voltou a ressurgir-se devido ao desenvolvimento da atividade de capital de risco e do crescimento de *hedge funds*<sup>2</sup>. Contudo, o fenómeno não foi imune à crise de 2007, porquanto se observou uma quebra no crescimento, recuando aos valores que não se verificam desde 2004.

Desde o primeiro grande impulso de crescimento, a abordagem à temática da aquisição de empresas sofreu alterações, passando-se a observá-la sob um prisma mais detalhado, não só de uma perspetiva económica, como jurídica.

Para além de fatores relacionados com o próprio mercado bolsista, em termos concretos, a opção pela aquisição de empresas encontra-se refém dos objetivos dos intervenientes na operação. Do prisma do alienante há uma imensidão de motivos que poderão levar à tomada da decisão de vender a sua empresa, nomeadamente, motivações pessoais<sup>3</sup> e económicas<sup>4</sup>.

Na vertente do adquirente a análise torna-se mais interessante, uma vez que são apontadas essencialmente razões de ordem económica, enaltecendo-se o interesse em

---

<sup>1</sup> Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, “O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011, pp. 13 e ss.

<sup>2</sup> *Ibidem*, p. 14.

<sup>3</sup> José Engrácia Antunes enuncia, por exemplo, como motivos pessoais a falta de condições relacionadas com a idade ou saúde do empresário ou simplesmente pelo facto de os seus descendentes, quando existam, não pretenderem continuar com o negócio. “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, in *ROA*. - Lisboa. - A. 68. nº 2/3 (Set.-Dez.) 2008, p. 716.

<sup>4</sup> A “perceção pessimista da envolvente sócio-económica, [a] perda progressiva da quota de mercado, [a] obsolescência dos bens ou serviços, [a] queda gradual dos lucros, [a] carência de capitais próprios, ou degradação das condições concorrenciais” são apontadas como motivos de carácter económico. *Ibidem*, p. 716.



obter ou aumentar a quota de mercado<sup>5</sup>, a obtenção de economias de escala e de sinergias<sup>6</sup>, a aquisição de *know-how*, o acesso a novas tecnologias e obter uma maximização fiscal<sup>7</sup>.

A disponibilidade de financiamento e a sua respetiva modalidade são fundamentais neste seio. Pense-se nos elevados montantes que poderão estar em cima da mesa numa operação de grande envergadura, incluindo os montantes relacionados com a preparação dos contratos<sup>8</sup>.

Em suma, de um ponto de vista de *corporate finance*, sublinhem-se as palavras de Stuart C. Gilson: “*restructuring affects virtually every facet of the economy through the extensive web of relationships between restructured companies and their competitors, customers, suppliers, employees, and investors*”<sup>9</sup>.

De uma perspetiva jurídica, a aquisição de empresas coloca em cima da mesa diferentes questões, predominantemente no seio do direito das sociedades.

Invocam-se questões relacionadas com a competência para a tomada de decisão de aquisição de empresas, com a natureza do estabelecimento comercial, bem como todos os direitos e obrigações inerentes ao mesmo<sup>10</sup>.

No que tange ao procedimento de aquisição, este não segue uma tramitação única. Aliás, este tipo de operação invoca, predominantemente, o papel da autonomia privada, dando ênfase à vontade das partes em função das circunstâncias concretas<sup>11</sup>.

---

<sup>5</sup> As reorganizações de empresas, nomeadamente com recurso à fusão, v.g., traduzem-se na forma mais eficaz de crescimento de empresas, na medida em que se torna mais apta a verificar maiores resultados. Eduardo Sá Silva, *Fusões e Aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal*, Vida Económica, 2015, p. 17.

<sup>6</sup> Quando se invoca que a aquisição de empresas permite a realização de economias de escala e de sinergias pretende-se, fundamentalmente, realçar a partilha inerente de clientes e de tecnologias que poderão traduzir-se numa novidade e permitir, consequentemente, o desenvolvimento da empresa. Cfr. Eduardo Sá Silva, *Fusões e Aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal*, ob. cit., p. 18.

<sup>7</sup> Neste sentido, cfr. Eduardo Sá Silva, *Fusões e Aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal*, Vida Económica, ob. cit., pp. 17 e ss., e Rainer Lenz, “The Logic of Merger and Acquisition Pricing”, University of Applied Sciences, Bielefeld, 2008, p. 3.

<sup>8</sup> António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias*, vol. IV, Coimbra Editora, 2010, p. 686.

<sup>9</sup> Stuart C. Gilson, “Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups”, published by John-Wiley & Sons, julho, 2001.

<sup>10</sup> António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, ob. cit., p. 687.

<sup>11</sup> Dada a complexidade da operação, a flexibilidade dos procedimentos depende de fatores como a dimensão da empresa adquirida; a complexidade da mesma; a confiança entre as partes; os riscos inerentes à operação; a informação concedida sobre a empresa e a existência de financiamento. (v. Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, “O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução”, ob. cit., p. 19).

Embora não exista um procedimento padrão a observar, há, contudo, normalmente, uma fase que antecede a fase contratual, na qual é frequente a celebração de acordos preliminares, denominados acordos intermédios<sup>12</sup>.

Ainda na fase pré-contratual as partes podem optar por se vincular juridicamente no que tange à formalização dos seus consensos. Se assim o entenderem, poderão lançar mão do contrato-promessa, de contratos de opção, de contratos-quadro ou de acordos complementares. Caso contrário, podem simplesmente celebrar memorandos de entendimento ou enviar cartas de intenção.

Especial destaque é dada à *due diligence* nesta fase. Em termos muito gerais, a *due diligence* tem como objetivo a obtenção de informação sobre as participações sociais ou da própria empresa que se pretende adquirir. Como tal, à realização de uma *due diligence* está inerente a pretensão de reduzir as assimetrias informativas entre as partes<sup>13</sup>.

Em concreto, as operações de aquisições de empresas, para Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, traduzem-se em “processos compostos pelo encadeamento de uma multiplicidade de atos e negócios jurídicos tendentes à efetivação do efeito translativo sobre bens que constituem a empresa ou sobre participações da sociedade que a detém”<sup>14</sup>.

Neste seguimento, deverá realçar-se a existência de variadas técnicas que se consubstanciam numa aquisição de empresas. Entre elas encontramos as ofertas públicas de aquisição<sup>15</sup>; operações de fusões e cisões; privatizações; *leveraged buyout*, processos de liquidação societária, judicial e insolvencial.

---

<sup>12</sup> Para desenvolvimentos, v. Eduardo dos Santos Júnior, “Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato”, in *ROA*, Ano 57, II, 1997, p. 565 e ss..

<sup>13</sup> Para desenvolvimentos, v. Fábio Castro Russo, “*Due diligence* e responsabilidade”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2011, pp. 13 e ss..

<sup>14</sup> Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, “O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução”, *ob. cit.*, p. 19.

<sup>15</sup> O presente estudo não incidirá sobre as ofertas públicas de aquisição. Pretende-se apenas indicar as técnicas de aquisição de empresas existentes.

### 3. Contratos de transmissão de empresas

#### 3.1. *Leveraged buyout*

Com especial relevo desde os anos oitenta<sup>16</sup>, o *leveraged buyout* traduz-se numa técnica de aquisição de empresas, na qual o adquirente da empresa recorre a um financiamento por parte de um terceiro, dando-lhe como garantia os ativos da empresa adquirida<sup>17</sup>. Segundo José Horta Osório, o que se discute nesta técnica é a atuação “juridicamente no mercado de controlo das sociedades, em que o bem transmitido é a própria empresa societária”<sup>18</sup>.

Com efeito, a alavancagem aqui presente indica-nos que a empresa societária ao recorrer a esta técnica como forma de adquirir a empresa observará, necessariamente, um aumento do seu endividamento.

Surgem-nos ainda algumas variáveis desta técnica. São de sublinhar os *management buyout*, os *employee buyout* e os *family buyout*, os quais apresentam características comuns ao *leveraged buyout*, essencialmente porque todos apresentam uma situação de alavancagem financeira, diversificando-se em função dos próprios adquirentes. Nestes termos, entre os sujeitos que adquirem a empresa poderão estar os administradores da própria empresa (*management buyout*), os trabalhadores (*employee buyout*) ou os membros de uma mesma família (*family buyout*)<sup>19</sup>. Em suma, a aquisição da empresa é sempre realizada pela obtenção do seu controlo.

Naturalmente, a opção por esta técnica estará relacionada com os ganhos inerentes para a sociedade em causa, ganhos esses que aumentam em relação ao preço do mercado dos valores mobiliários representativos do seu capital<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Steven N. Kaplan e Per Strömberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, junho, 2008, p. 2 e Victoria Ivashina e Anna Kovner, *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, (5 de abril de 2010), EFA, Athens Meetings Paper, 2008, p. 3.

<sup>17</sup> Cfr. José Diogo Horta Osório, *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*, Almedina, 2001 e Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2ª ed., 2018, pp. 311 – 312.

<sup>18</sup> José Diogo Horta Osório, *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*, ob. cit., p. 16. Deste modo, entende-se a expressão “buyout” como a compra do controlo da sociedade.

<sup>19</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, ob. cit., pp. 736 – 735.

<sup>20</sup> Os ganhos não se traduzem apenas para a sociedade, incidindo, na valorização das participações sociais. Relativamente às motivações e objetivos, cfr. José Diogo Horta Osório, *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*, ob. cit., pp. 18 e ss..

### 3.2. Fusões e cisões

Merecido destaque é dado às operações de fusões e cisões no âmbito das operações de reorganização, de reestruturação e aquisição de empresas<sup>21</sup>.

O CSC regula a fusão de sociedades nos artigos 97.º e ss.. Constatase que o CSC não oferece uma definição de fusão de sociedades. Neste âmbito, o n.º 1 do artigo 97.º apenas faz referência à reunião de duas ou mais sociedades numa só. Não obstante, as als. a) e b) do n.º 4 do artigo 97.º clarificam em que moldes a fusão se realiza<sup>22</sup>, podendo concluir-se que o elemento essencial se traduz na reunião do património e dos sócios de duas ou mais sociedades numa só<sup>23</sup>.

Observando-se a inscrição da fusão no registo comercial, extinguem-se as sociedades incorporadas ou, no caso de constituição de nova sociedade, todas as sociedades fundidas<sup>24</sup>, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e os sócios das sociedades extintas tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade (art. 112.º, als. a) e b))<sup>25</sup>.

Em específico, esta operação inicia-se com a elaboração do projeto de fusão, no qual as administrações das sociedades em jogo negociam um projeto, no qual devem constar os elementos necessários para o perfeito conhecimento da operação. Do artigo 98.º, n.º 1, retiram-se quais são os aspetos jurídicos e económicos relevantes para a operação<sup>26</sup>.

De seguida, a fiscalização do projeto deverá ser levada a cabo pelo órgão de fiscalização, caso exista, que terá de elaborar um parecer, nos termos n.º 1 do artigo 99º, ou, caso contrário, terá de promover o exame do projeto por um ROC ou SROC (n.º 2). O projeto de fusão será registado (artigo 3.º, n.º 1, alínea p) do CRCom.) e publicado

---

<sup>21</sup> Sofia Carreiro, “A fusão”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011, p. 128.

<sup>22</sup> Cfr. Fábio Castro Russo, “Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, 2012, p. 592.

<sup>23</sup> José Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 2ª ed., 2002, p. 48.

<sup>24</sup> A extinção aqui compreendida deverá ser traduzida somente na perda da individualidade jurídica das sociedades incorporadas ou das sociedades fundidas e, por isso, se adota uma tese que se aproxima mais de uma transformação das sociedades abrangidas do que uma efetiva extinção. Neste sentido, ac. do STJ de 6 de dezembro de 2006 (rel. Oliveira Barros).

<sup>25</sup> Como refere José Engrácia Antunes, paralelamente à cisão, a fusão constitui “uma modalidade alternativa ou um equivalente funcional da transmissão empresarial: na fusão, porque (...) o património respetivo, aí incluído a empresa, se transmite universalmente para a titularidade das sociedades incorporantes ou novas sociedades”. In “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 737 – 738.

<sup>26</sup> V. Sofia Carreiro, “A fusão”, *ob. cit.*, p. 135.

(artigo 70.º, n.º 1, alínea a) do CRCom.)<sup>27</sup>, sendo submetido, posteriormente, a deliberação dos sócios, nos termos dos n.ºs 1 e 2 do art. 100.º.

Posterior ao registo do projeto, o artigo 101.º estabelece a possibilidade concedida aos sócios<sup>28</sup>, credores<sup>29</sup> e representantes dos trabalhadores<sup>30</sup> de consultarem os documentos relacionados com a operação.

A fusão transfronteiriça vem regulada nos arts. 117.º - A a 117.º - L, estabelecendo o n.º 1 do art. 117.º - A que esta se realiza “mediante a reunião numa só de duas ou mais sociedades desde que uma das sociedades participantes na fusão tenha sede em Portugal e outra das sociedades participantes na fusão tenha sido constituída de acordo com a legislação de um Estado membro, nos termos da Diretiva n.º 2005/56/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro, e tenha a sede estatutária, a administração central ou o estabelecimento principal no território da Comunidade”<sup>31</sup>.

Por fim, cabe debruçar-nos sobre as cisões. Replicando os ensinamentos de Engrácia Antunes, “as fusões e as cisões constituem operações jurídico-económicas de metamorfose societária através das quais, respetivamente, duas sociedades comerciais se reúnem para dar origem a uma única sociedade (art. 97.º, n.º 4 do CSC) ou, inversamente, o património de uma sociedade é dividido a fim de as parcelas destacadas darem origem a novas sociedades ou serem transmitidas para sociedades já existentes (art. 118.º do CSC)”<sup>32</sup>.

---

<sup>27</sup> Como sublinha Elda Marques, os efeitos do registo são considerados os elementos definidores da fusão. Cfr. “Anotação ao art. 97.º”, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, coord. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Almedina, 2015, p. 158. Dever-se-á, ainda, realçar o efeito constitutivo dado ao registo da fusão (arts. 3.º, n.º 1, al. r) e 67.º - A, n.º 1 do CRCom).

<sup>28</sup> É usual afirmar-se que os sócios são os primeiros destinatários do direito à consulta de documentos, porquanto devem estar devidamente informados acerca da operação. Mais tarde, esse conhecimento será espelhado na deliberação (*vide* arts. 102º e 103º). Fábio Castro Russo, “Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, *ob. cit.*, pp. 599 e 600.

<sup>29</sup> De acordo com o art. 101º - A, pretende-se que os credores demonstrem o prejuízo que a fusão terá para a realização dos seus direitos, condicionando aos credores que tenham solicitado à sociedade a satisfação do seu crédito ou a prestação de garantia adequada, há pelo menos 15 dias, sem que o seu pedido tenha sido atendido. Uma vez deduzida a oposição, ficará impedida a inscrição definitiva da fusão no registo comercial, nos termos do art. 101º - B.

<sup>30</sup> Sublinhando as palavras de Fábio Castro Russo, “o interesse dos trabalhadores na consulta do projeto é claro: as «sinergias» e «economias de escala» que tantas vezes motivam a fusão (...) repercutem-se em muitos casos sobre a sua atividade, se concretizadas”. Cfr. “Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, *ob. cit.*, p. 600.

<sup>31</sup> Não é pertinente para o caso concreto explicitar os aspetos particulares da fusão transfronteiriça. V. Sofia Carreiro, “A fusão”, *ob. cit.*, pp. 144 e ss. e Diogo Costa Gonçalves, “Artigos 117º - A a 117º - L”, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro, 2ª ed., 2014, pp. 472 e ss..

<sup>32</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 737.

Nos termos do disposto no art. 118.º, a cisão traduz-se no processo de divisão de património social entre diversas sociedades, permitindo, como tal, “a fragmentação da atividade empresarial em diversos centros de imputação jurídica”<sup>33</sup>.

Uma vez que o legislador não definiu esta operação, pelo contrário, apenas enunciou as suas modalidades, poder-se-á inferir, pela leitura do art. 118º, n.º 1, que estamos perante três modalidades, a qual não importa, necessariamente, a perda da individualidade jurídica da sociedade cindida, consoante estejamos perante uma cisão-parcial (al. a)) ou cisão total (al. b)).

De forma semelhante, numa operação de cisão compete à administração da sociedade a cindir ou, tratando-se de cisão-fusão, às administrações das sociedades participantes elaborar o projeto de cisão, no qual devem constar determinados elementos necessários ou convenientes para o perfeito conhecimento da operação visada, tal como vem previsto no art. 119.º.

Como tal, numa operação como a cisão dá-se, evidentemente, uma transmissão empresarial, na medida em que “a parcela patrimonial destacada para a sociedade beneficiária constitu[i]a uma «unidade económica», o que, (...) equivalerá a uma ou mais empresas da sociedade cindida”<sup>34</sup>, nos termos do art. 124.º <sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Diogo Costa Gonçalves, “Artigo 118º”, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, ob. cit., pp. 472 e ss. e Fábio Castro Russo, “Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, ob. cit., pp. 607 e ss.

<sup>34</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, ob. cit., pp. 738 – 739. Conclui-se pela semelhança de regimes entre a fusão e a cisão no que concerne à transmissão do património a título universal.

<sup>35</sup> Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão da Empresa Societária: Algumas Notas”, *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol. I, FDUC, Coimbra Editora, 2007, p. 425.

### 3.3. Processos de liquidação societária, judicial e insolvencial

A acrescentar às operações que culminam numa aquisição de empresas surgem processos ligados a uma crise empresarial, os quais permitem proporcionar a sua transmissão.

Primeiramente, no que respeita a processos de liquidação societária dever-se-á atentar o art. 148.º do CSC, que na epígrafe anuncia a “liquidação por transmissão global”. Neste sentido, o n.º 1 do presente artigo determina que “o contrato de sociedade ou uma deliberação dos sócios pode determinar que todo o património, ativo e passivo, da sociedade dissolvida seja transmitido para algum ou alguns sócios, inteirando-se os outros a dinheiro, contanto que a transmissão seja precedida de acordo escrito de todos os credores da sociedade”<sup>36</sup>.

De seguida, dever-se-á fazer uma breve referência aos processos de natureza judicial, concretamente, aludindo à venda executiva de estabelecimento comercial – necessariamente precedida pela penhora do mesmo. Atente-se, portanto, ao art. 782º do CPC, o qual faz referência aos bens que integram o estabelecimento comercial, na medida em que o mesmo constitui uma universalidade, no qual integram todos os direitos e obrigações inerentes. Esta penhora realiza-se por auto, aplicando-se o disposto para a penhora de créditos, caso esteja em causa, v.g., o direito ao arrendamento, como estabelece o n.º 1 do art. 782º do CPC<sup>37</sup>.

Através da venda executiva de estabelecimento comercial consegue-se alcançar uma transmissão empresarial. Invoquem-se, para o efeito, as palavras de Engrácia Antunes, “constituindo a empresa um objeto suscetível de apreensão e execução judicial para satisfação dos direitos do credor exequente do empresário devedor, a penhora investe o primeiro no direito fundamental a ser pago pelo produto da venda da empresa que integra o património do último (...)”<sup>38</sup>.

Cabe ainda referir os casos de transmissão de empresas no seio de processos de insolvência. Aquando de uma declaração de insolvência de uma empresa terá, geralmente, de existir uma intervenção judicial sempre que houver uma intenção de adquirir essa

---

<sup>36</sup> Para mais desenvolvimentos, V. Raúl Ventura, *Dissolução e Liquidação de Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 273 – 279.

<sup>37</sup> Marco Carvalho Gonçalves, *Lições de Processo Civil Executivo*, Almedina, 2016, pp. 317 e 318.

<sup>38</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 742

empresa. Ora, deparamo-nos com quatro formas de adquirir uma empresa nestes moldes<sup>39</sup>: (1) conversão de créditos em capital<sup>40</sup>; (2) aquisição extrajudicial de participações sociais<sup>41</sup>; (3) saneamento por transmissão<sup>42</sup> e, por último, (4) liquidação do património insolvente<sup>43</sup>.

---

<sup>39</sup> Rui Simões, “A aquisição de empresas insolventes”, in *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora, 2011, p. 380.

<sup>40</sup> Chame-se à colação a recente Lei n.º 7/2018, de 2 de março, que vem estabelecer o Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital, no qual se pretende facilitar que os credores maioritários adquiram o controlo de uma empresa em dificuldade através da conversão dos seus créditos em capital.

<sup>41</sup> Pese embora não esteja expressamente regulada no CIRE, é efetivamente uma forma de adquirir o controlo de uma empresa insolvente. Ora, “a transmissibilidade destas participações [sociais] poderá permitir a eventuais interessados a aquisição do controlo dessas sociedades, com o objectivo de sanear a situação de insolvência”. Cfr. Rui Simões, “A aquisição de empresas insolventes”, *ob. cit.*, p. 386.

<sup>42</sup> O plano de insolvência pode prever a constituição de uma sociedade destinada à exploração de um estabelecimento adquirido à massa insolvente, mediante o pagamento de um preço. Ora, esta iniciativa parte dos credores, pressupondo que o insolvente desenvolvesse uma atividade económica, “sustentada num estabelecimento organizado com vista à respetiva prossecução, que a nova sociedade vai adquirir para o explorar”. Cfr. Luís A. Carvalho Fernandes e João Labareda, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, Quid Juris, 3ª ed., 2015, p. 733.

<sup>43</sup> Deparamo-nos com a possibilidade de alienar a empresa como um todo, caso esta esteja compreendida na massa insolvente. As vantagens associadas à alienação da empresa como um todo dizem respeito ao facto de se pretender manter a capacidade produtiva desta, propiciando um maior benefício para os credores. Rui Simões, “A aquisição de empresas insolventes”, *ob. cit.*, p. 393.



#### 4. Modalidades: *Asset Deals* versus *Share Deals*

A temática “empresa como objeto de negócios”<sup>44</sup> há muito que é debatida no seio da doutrina. Salientam-se as duas modalidades conducentes à aquisição de empresa: *asset deal* e *share deal*. No primeiro caso, a aquisição da empresa dá-se de forma direta, através da compra e venda do estabelecimento comercial. Já na segunda modalidade, a aquisição da empresa poderá ocorrer por força da aquisição de participações sociais de uma sociedade, i.e., de forma indireta.

A distinção entre aquisição de empresa por um *asset deal* e por um *share deal* permanece relevante. Apesar de apresentarem características distintas, estas modalidades apresentam um denominador comum: a negociação da empresa de que é titular uma sociedade. Embora, à primeira vista, a aquisição direta de empresa se afigure distinta da aquisição de participações sociais, é verdade que a venda de participações sociais pode, em determinados casos, equivaler à venda da empresa<sup>45</sup>.

A opção por uma ou outra modalidade fica dependente dos elementos que as caracterizam. Há, deste modo, diferentes variantes que se mostram determinantes aquando da escolha por uma das modalidades. Aspetos relacionados com o regime jurídico, com o regime fiscal, com as obrigações das partes contratantes, entre outros, são decisivos no momento da decisão de adquirir o estabelecimento de forma direta ou de adquirir capital social de uma sociedade, uma vez que se afiguram diferentes para cada modalidade<sup>46</sup>. É neste sentido que me proponho traçar os contornos gerais de cada uma.

---

<sup>44</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 715 e ss..

<sup>45</sup> Isabel Peixoto Pereira, “Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade colectiva, a despropósito de dois acórdãos”, in *Julgar* – Lisboa, n.º 8 (Maio-Agosto), 2009, p. 71.

<sup>46</sup> Para mais desenvolvimentos, v. Miguel Gimeno Ribes, *La Protección del comprador en la adquisición de empresa – Estudio comparado de los ordenamientos Español y Alemán*, Editorial Comares, 2013, pp. 209 e ss..

#### 4.1. *Asset Deals*

Num *asset deal* verifica-se a aquisição direta de uma empresa: o seu titular muda com a aquisição da mesma. O *trespasse* representa a modalidade tradicional de *asset deal*, não obstante possam existir outras modalidades, nomeadamente a locação de estabelecimento<sup>47 48</sup>.

O *trespasse* caracteriza-se pela transmissão da propriedade de um estabelecimento por negócio entre vivos<sup>49 50</sup>. Nos termos do art. 1112.º, n.º 2, *a contrario*, estando o estabelecimento instalado em local arrendado, a posição de arrendatário pode ser englobada na transmissão sem consentimento do senhorio, se houver transferência, em conjunto, das instalações, utensílios, mercadorias ou outros elementos que integram o estabelecimento, verificando-se a manutenção do ramo de comércio ou indústria. Avulta a ideia de uma transmissão a título universal de estabelecimento, através do qual se pretende negociar a empresa como um todo<sup>51</sup>.

Dados os contornos, suscitam-se algumas questões relativas ao regime jurídico a observar. Ora, a principal questão orbita em torno da inexistência de um regime jurídico unitário de circulação dos elementos que integram a empresa<sup>52</sup>, apesar de o objeto do *trespasse* incidir diretamente sobre a empresa.

Como já se assinalou, este negócio implica uma transmissão dos elementos que integram o estabelecimento, através do qual o *trespasse* legitima a transferência de todos os elementos num único ato. A particularidade relativa ao regime jurídico a aplicar é bem salientada quando se assinala que a transmissão dos bens que integram a empresa poderá

---

<sup>47</sup> Nos termos do art. 1109.º, n.º 1 do CC, a locação de estabelecimento traduz-se na transferência temporária e onerosa do gozo de um prédio ou de parte dele, em conjunto com a exploração de um estabelecimento comercial ou industrial nele instalado.

<sup>48</sup> Engrácia Antunes realça a existência de figuras híbridas que se aproximam do *trespasse* e da locação de estabelecimento, tal como o *trespasse* de empresa realizado através de uma compra e venda a retro. “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 721.

<sup>49</sup> Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, vol. 1, Almedina, 11ª ed., 2018, p. 298.

<sup>50</sup> O *trespasse* pode corresponder a diferentes figuras negociais, como a compra e venda, a troca, a dação em cumprimento ou a doação. Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Lições de Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 2ª ed., 2010, p.78 e Fernando de Gravato Morais, *Novo regime de arrendamento Comercial*, Almedina, 2006, pp. 36 e ss..

<sup>51</sup> Pedro Pais de Vasconcelos, *Direito Comercial*, vol. I, Almedina, 2015, p. 271. “Não há *trespasse* de estabelecimentos vazios, porque se assim for não existe estabelecimento”. Regra geral, a transmissão deve ser global, podendo excluir certos elementos. Terão, pelo menos, de ser transmitidos os elementos necessários para que se dê continuidade no mesmo ramo de negócio.

<sup>52</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 755.

observar formas díspares consoante a natureza dos mesmos<sup>53</sup>. Esta particularidade é suscetível de constituir uma adversidade para as partes contratantes, podendo, como tal, tornar o processo complexo e moroso<sup>54</sup>.

Face ao exposto, conclui-se que o *asset deal* constitui a modalidade típica de circulação da pequena empresa individual.

Com efeito, a grande diferença entre um *asset deal* e um *share deal* consubstancia no facto de, no primeiro, se verificar a alienação de uma coisa composta (o estabelecimento comercial), enquanto no segundo se alienam direitos (participações sociais)<sup>55</sup>.

Regra geral, os créditos, as dívidas e os contratos não se transmitem automaticamente para o adquirente. Uma vez que o legislador não previu expressamente nenhuma regra de transmissão universal e automática, estas matérias seguirão o disposto nos artigos 577.º e ss. e 595.º e ss. do CC<sup>56</sup>. Tal significa que quer os créditos resultantes do exercício de exploração da empresa quer as dívidas emergentes desse exercício, em princípio, permanecem com o trespassante. No entanto, é concedida a possibilidade de acordar a sua transmissão<sup>57</sup>. Para tal, no caso da cessão de créditos, será necessário verificar-se um acordo entre o alienante e adquirente ou, no caso da transmissão de dívidas, deverá celebrar-se um contrato entre o antigo devedor e o novo devedor, sendo este ratificado pelo credor, ou um contrato entre o novo devedor e o credor, independentemente do consentimento do antigo devedor.

---

<sup>53</sup> Tratando-se de bens imóveis, apenas será válido se for celebrado por escritura pública ou por documento particular autenticado, nos termos do art. 875.º do CC, ou, tratando-se de um imóvel arrendado, terá de haver uma notificação do senhorio, como dispõe o art. 1112.º, n.º 3 do CC. Havendo bens móveis, verificar-se-á ou seu registo ou a sua entrega material ou simbólica. Relativamente aos créditos e débitos, dispõe o n.º 1 do art. 577.º do CC que o credor pode ceder a terceiro uma parte ou a totalidade do crédito, independentemente do consentimento do devedor. Face ao exposto, a transmissão dos vários elementos que integram a empresa observa vários modos de circulação.

<sup>54</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 756.

<sup>55</sup> Cfr. António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *ob. cit.*, p. 686 e Orlando de Carvalho, *Direito das Coisas*, Coimbra Editora, 1977, p. 202.

<sup>56</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 759 – 760.

<sup>57</sup> Aludindo ao exemplo dado por Fábio Castro Russo, se se verificar, na sequência de uma *due diligence*, que a sociedade-alvo é devedora de grandes quantias, será mais conveniente para o adquirente que a transmissão ocorra diretamente, dado que, regra geral, as dívidas não se transmitem para o trespassário. Cfr. “*Due diligence* e responsabilidade”, *ob. cit.*, p. 17.

Finalmente, o regime fiscal do *asset deal*, regra geral, é caracterizado por obrigações consideráveis de ordem tributária<sup>58</sup>.

#### 4.2. *Share Deals*

Se, por um lado, a opção por um *asset deal* será a escolha mais adequada para uma pequena empresa individual, por outro lado, o *share deal* adequar-se-á melhor às características de uma média e grande empresa<sup>59</sup>.

Em traços gerais, num *share deal* a aquisição da empresa dá-se de forma indireta, mediante aquisição do complexo dos direitos e obrigações do sócio, i.e., a participação social<sup>60</sup> <sup>61</sup>. O contrato de compra e venda de participações sociais é um contrato objetivamente comercial, segundo os arts. 463º e ss. do CCom. Em todo o caso, a empresa permanece na esfera jurídica da sociedade<sup>62</sup>.

Para um melhor entendimento do assunto, invoquem-se as palavras de António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, segundo as quais “[num *share deal*] há uma aquisição das participações sociais da sociedade que explora o estabelecimento: esta sociedade mantém a exploração, mas com a transmissão das participações no seu capital social transmite-se igualmente a empresa”<sup>63</sup>.

Cabe então saber quando é que se efetiva uma aquisição de empresa mediante a compra de participações sociais, i.e., quando é que o adquirente é investido na titularidade económica da empresa”<sup>64</sup>.

---

<sup>58</sup> Para o efeito, observe-se o art. 3.º, n.º 1, al. a) do CIRS, o art. 3.º do CIRC, o ponto 27.1. da Tabela Geral do Imposto de Selo e o art. 3.º, n.º 4 do CIVA. Para desenvolvimentos, v. Cidália Lança, “O imposto sobre o Valor Acrescentado”, in *Lições de Fiscalidade*, Vol. I – Princípios Gerais e Fiscalidade Interna, coord. João Ricardo Catarino e Vasco Branco Guimarães, Almedina, 6ª ed., 2012, pp. 318 e ss..

<sup>59</sup> É por isso considerada a modalidade preferencial de negociação empresarial nos dias de hoje. José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 723 - 745.

<sup>60</sup> A participação social é designada por “parte social” nas sociedades em nome coletivo, “quota” nas sociedades por quotas e “ação” nas sociedades anónimas e nas sociedades em comandita por ações. Cfr. Jorge Coutinho de Abreu, *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, Almedina, 1996, p. 342.

<sup>61</sup> Nas palavras de Paulo Olavo Cunha, a “participação social” assume vários sentidos, entre os quais “caracteriza a situação jurídica que define a posição do sócio, isto é, a situação jurídica que traduz o nexo ou a ligação entre uma determinada pessoa e uma certa sociedade comercial” e pode ser “encarada como um bem jurídico, o que quer dizer que é também perspectivada como objeto de direitos e obrigações”. In *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 6ª ed., 2016, pp. 399 – 400.

<sup>62</sup> Jorge Coutinho de Abreu, *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, *ob. cit.*, p. 345.

<sup>63</sup> António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *ob. cit.*, p. 689.

<sup>64</sup> A aquisição desta posição atribui ao seu titular “um poder jurídico de controlo sobre a sociedade detentora da empresa”. José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 723 e 725.

É certo que a aquisição de participações sociais nem sempre atribui uma posição de controlo da sociedade. É necessário averiguar se o que está em causa é apenas uma mera aquisição de participações sociais ou se, pelo contrário, se trata de uma aquisição da empresa.

O recurso a um critério quantitativo para determinar a existência de uma transmissão de estabelecimento, apesar de ser considerado por alguns autores o critério mais adequado<sup>65</sup>, poderá, porém, não ser o melhor para determinar se há uma aquisição de empresas pela aquisição de participações sociais<sup>66</sup>, pelo que se demonstra necessário recorrer a critérios qualitativos<sup>67</sup>.

Parece indispensável que se parta da interpretação e qualificação do contrato<sup>68</sup>. Este critério permite averiguar se se verificou uma venda de estabelecimento mediante a transmissão de participações sociais, dando um tratamento uniforme à compra de empresas, quer seja realizada por trespasse quer por compra e venda de participações sociais.

Mediante este critério, “pode falar-se de uma transmissão do estabelecimento quando pelo contrato se atribuem ao adquirente as faculdades de disposição e de decisão sobre os elementos corpóreos e incorpóreos da empresa, incluindo também, por exemplo, o poder de direção sobre os colaboradores, as relações com os clientes e/ou fornecedores, bem como as relações com o mercado e os instrumentos de financiamento, estando o

---

<sup>65</sup> Para alguns autores, o recurso a um critério quantitativo constitui um índice de que, perante uma aquisição de participações sociais, esta se consubstancia numa aquisição de empresa. Se por um lado, na ótica de alguns autores, se exige a aquisição das participações na sua totalidade, outra parte refere a necessidade de adquirir “uma maioria qualificada de controlo que possibilite a alteração dos estatutos”. António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *ob. cit.*, p. 701.

<sup>66</sup> Na verdade, a fixação de uma percentagem poderá apresentar-se injusta, dado que “a importância do capital social detido varia muito com as circunstâncias de cada sociedade e, designadamente, com os acordos parassociais, com a maior ou menor dispersão do restante capital, com a organização e iniciativa dos restantes acionistas”. Cfr. António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *ob. cit.*, p. 702 e João Calvão da Silva, “A empresa como objecto do tráfico jurídico”, in *Estudos de Direito Comercial (pareceres)*, Almedina, 1996, p. 178.

<sup>67</sup> Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, Almedina, 2018, p. 91.

<sup>68</sup> Clemente V. Galvão, “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais – um contributo”, in *ROA*, Ano 70, nº 1-4 (Jan.- Dez.), 2010, p. 536 – 538. Para o Autor, o adquirente de uma participação social tem como objetivo beneficiar dos direitos e deveres de que a sociedade em causa é titular, formando os direitos e deveres, frequentemente, uma empresa.

vendedor obrigado a introduzir o comprador neste complexo de coisas, direitos deveres e valores imateriais, de organização e de exploração”<sup>69 70</sup>.

Defendendo uma posição intermédia, Engrácia Antunes enumera três fatores essenciais que têm de estar na base da ponderação. São eles “a morfologia do poder de controlo societário”, “a vontade das partes contratantes”, e “o fundamento das normais legais aplicandas”. De acordo com o que entende o Autor, é necessário que a transmissão das participações sociais tenha investido o seu adquirente na titularidade do controlo da sociedade<sup>71</sup>. Mediante a vontade das partes, determina-se se estas pretenderam adquirir a empresa<sup>72</sup>. O Supremo Tribunal de Justiça pronunciou-se neste sentido em acórdão de 26 de junho de 2007<sup>73</sup>. Por último, o Autor refere a pertinência de averiguar o conteúdo de determinadas normas legais, uma vez que a venda de participações sociais pode ser, para determinados efeitos, equiparada ao trespassse<sup>74 75</sup>.

Esta equiparação já teria sido sustentada por Ferrer Correia, em 1948, quando se verificasse a cessão da totalidade das participações sociais a uma só pessoa, sempre que o adquirente pretendesse adquirir o negócio em si, “para sozinho o gerir e explorar como

---

<sup>69</sup> António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *ob. cit.*, p. 703.

<sup>70</sup> O critério numérico não é totalmente preterido. A percentagem de participações sociais transmitidas constitui um indício de que se trata de uma aquisição de estabelecimento. Não obstante, os restantes elementos serão aferidos por via de interpretação. Neste sentido, João Calvão da Silva, “A empresa como objecto do tráfico jurídico”, *ob. cit.*, p. 178.

<sup>71</sup> Tal situação concretiza-se nos casos de aquisição da totalidade do capital social ou da maioria absoluta do capital. Ainda a este respeito, Clemente V. Galvão, realçando, pelo menos, a transmissão de uma percentagem que permita o controlo da sociedade. Cfr. “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais – um contributo”, *ob. cit.*, p. 537, Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão da empresa societária: algumas notas”, *ob. cit.*, p. 434 e Isabel Peixoto Pereira, “Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade colectiva, a despropósito de dois acórdãos”, *ob. cit.*, p. 74.

<sup>72</sup> Tenha-se em atenção a compra e venda de ações representativas do capital social da PETROGAL, S.A., através da qual o Estado pretendia a reprivatização da PETROGAL, S.A. até 90%. No parecer realizado por João Calvão da Silva este afirma que o objeto final do Estado seria a “transmissão da empresa a título oneroso para um novo dono”. Este “novo dono” tomaria o controlo da sociedade através da aquisição de participações sociais representativas de 51% do capital social. O Autor, com base na interpretação do negócio jurídico, nos termos do contrato, nos interesses em jogo e na finalidade prosseguida concluiu que se verificava uma compra e venda da empresa mediante a compra e venda de ações representativas do seu capital. (João Calvão da Silva, “A empresa como objecto do tráfico jurídico”, *ob. cit.*, pp. 169 e ss.).

<sup>73</sup> Processo n.º 07A1274.

<sup>74</sup> Nomeadamente no que concerne à obrigação implícita de não concorrência, para efeitos de aplicação do regime da responsabilidade por vícios do bem e relativamente ao direito de preferência que deverá ser reconhecido ao senhorio do prédio arrendado. V. Isabel Peixoto Pereira, “Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade colectiva, a despropósito de dois acórdãos”, *ob. cit.*, p. 73.

<sup>75</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 728 e ss..

seu único senhor”, concluindo pela mesma solução da interpretação do negócio jurídico<sup>76</sup>. Pese embora tenha defendido outra solução no decorrer dos anos, mais tarde retomou este pensamento<sup>77</sup>. A somar ao que já foi exposto, para o Autor, relevava ainda a vontade negocial, determinada pela interpretação do contrato, pois só assim se permite descobrir a exata vontade das partes contraentes<sup>78</sup>.

Na jurisprudência, o STJ pronunciou-se no sentido em que se deve ter em atenção a alguns aspetos determinantes, nomeadamente a interpretação do clausulado contratual, a percentagem de participações sociais alienadas, a análise do processo que conduziu à formação do contrato e o modo de fixação do preço das participações sociais<sup>79</sup>.

Havendo uma aquisição de empresa indireta é necessário aferir o regime jurídico a aplicar.

Questão controvertida é a de saber se os adquirentes das participações sociais, nos termos que estamos a observar, poderão lançar mão do regime da compra e venda de coisas oneradas e defeituosas, de acordo com o disposto nos arts. 905.º e 913.º do CC. Esta questão é suscitada porquanto os problemas surgidos dizem respeito à situação da empresa em causa e não à participação social adquirida<sup>80</sup>, sendo certo que o adquirente das participações sociais assume uma posição semelhante à de um comprador da empresa.

Em termos gerais, a doutrina tem aceitado a aplicação do regime da compra e venda de coisas oneradas e defeituosas para efeitos de equiparação de compra da empresa direta e indireta, embora alguns autores apresentem determinadas *nuances*<sup>81</sup>.

---

<sup>76</sup> António Ferrer Correia, *Sociedades fictícias e unipessoais*, Livraria Atlântida, Coimbra, 1948, pp. 301-304.

<sup>77</sup> António Ferrer Correia e Almeno de Sá, “Oferta pública de venda de acções e compra e venda de empresa (Parecer)”, CJ, T. IV, 1993, pp. 18 – 20.

<sup>78</sup> António Ferrer Correia e Almeno de Sá, “Parecer”, in *A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995, p. 271.

<sup>79</sup> Ac. do STJ de 26 de novembro de 2014.

<sup>80</sup> Clemente V. Galvão, “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais – um contributo”, *ob. cit.*, p. 535.

<sup>81</sup> Para mais desenvolvimentos, V. Fábio Castro Russo, “*Due diligence* e responsabilidade”, *ob. cit.*, pp. 13 e ss.; João Calvão da Silva, “Compra e venda de empresas”, *ob. cit.*, pp. 147 e ss. e “A empresa como objecto de tráfico jurídico”, pp. 179 e ss.; José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals””, *ob. cit.*, pp. 779 e ss.. A propósito do regimes jurídicos alemão e espanhol, cfr. Miguel Gimeno Ribes, *La Protección del comprador en la adquisición de empresa – Estudio comparado de los ordenamientos Español y Alemán*, *ob. cit.*, pp. 213 e ss..

Com efeito, os adquirentes das participações sociais apenas adquirem a titularidade económica da empresa e não jurídica <sup>82</sup>, tal significa que há uma vantagem plasmada no *share deal*: os ativos e passivos da empresa transferem-se automaticamente para o novo adquirente sem necessidade de convencionar cada um em particular.

Realça-se, ainda, uma decisiva vantagem em matéria de fiscalidade nos negócios de transmissão indireta de empresa comparativamente aos negócios de transmissão direta<sup>83</sup>.

Para finalizar, há que assinalar alguns aspetos passíveis de se verificar com mais veemência no *share deal*. As obrigações das partes apresentam-se mais intensas, no *share deal*, sobretudo na fase pré-contratual, onde podemos destacar a obrigação de informação (o alienante deve informar o adquirente sobre a situação jurídica das participações sociais, bem como os fatores tendentes a influenciar o seu domínio sobre a empresa societária) e a obrigação de custódia (o alienante deve agir segundo a diligência de um empresário criterioso e ordenado)<sup>84</sup>.

O hiato temporal que decorre entre o *signing* e o *closing* corrobora a maior necessidade de estipular acordos preliminares e acordos de execução do negócio<sup>85</sup>, bem como a necessidade de integrar cláusulas regulem a atuação dos órgãos sociais da empresa até à produção do efeito translativo<sup>86</sup>. Para tal, é pertinente que as partes estabeleçam um regime garantístico automático, concretizado nas cláusulas de declarações e garantias<sup>87</sup>, particularmente nos negócios de transmissão indireta de empresa.

---

<sup>82</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, pp. 761 – 762.

<sup>83</sup> Refira-se, a título exemplificativo, os arts. 2.º, n.ºs 1 e 2 do CIMT, o art. 10.º do CIRS e o art. 46.º do CIRC (estes últimos relativos às mais-valias e menos-valias).

<sup>84</sup> A realização de auditorias aparece-nos aqui como fundamental para fornecer informações de variadas índoles relacionadas com a empresa societária. Para mais desenvolvimentos, cfr. Fábio Castro Russo, “*Due diligence* e responsabilidade”, *ob. cit.*, pp. 13 e ss..

<sup>85</sup> Cfr. Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, “O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução”, *ob. cit.*, p. 21 e Eduardo dos Santos Júnior, “Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato”, *ob. cit.*, pp. 565 e ss..

<sup>86</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 767.

<sup>87</sup> Fábio Castro Russo, “Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo”, in *Direito das Sociedades em Revista*, vol. 4, Ano 2, setembro 2010, pp. 116 – 118, e Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, *ob. cit.*, p. 64.



## 5. Determinação do preço de venda de empresas

A análise, até ao momento, centrou-se nas técnicas e modalidades da aquisição de empresas. Aqui chegados, cabe delimitar alguns aspetos que se prendem com o preço do negócio.

Atente-se ao art. 874.º do CC, o qual estabelece que a “compra e venda é o contrato pelo qual se transmite a propriedade de uma coisa, ou outro direito, mediante um preço”. Tendo como ponto de partida esta norma, pretende-se destacar algumas particularidades relativas à determinação do preço da aquisição e às razões para se acordar a variabilidade do preço de compra e venda.

Estabelece o art. 879.º, alínea c) do CC que um dos efeitos essenciais da compra e venda é a obrigação de pagar o preço. O art. 550.º do mesmo diploma dispõe que o cumprimento da obrigação de pagar o preço é realizado em moeda que tenha curso legal no País à data em que for efetuado e pelo valor nominal que a moeda nesse momento tenha.

Na prática negocial são apontadas duas modalidades de fixação do preço de compra e venda da empresa: a determinação direta e a determinação indireta ou mediata. As partes contraentes, nos termos da primeira modalidade, convencionam de imediato um preço certo, i.e., “uma cifra pecuniária fixa”. Na segunda modalidade, as partes, em vez de convencionarem “uma cifra pecuniária fixa”, acordam transferir a fixação do “quantum pecuniário” para um momento posterior<sup>88</sup>, sem que a validade do negócio seja posta em causa.

Em qualquer dos casos, para determinar o valor pelo qual se compra e vende é necessário ter por base os diferentes elementos que constituem a empresa. No fundo, apesar de cada um dos elementos poder ser aferido individualmente, no fim, serão tidos com um todo. Elementos como a clientela, o volume de negócios, o nome da instituição, a sua capacidade de gerar lucros ou o seu património são cruciais no momento da fixação do preço.

Embora as partes façam incidir a sua atenção nos elementos enunciados, na verdade, a fixação do preço da compra e venda da empresa está dependente da autonomia

---

<sup>88</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 771.

privada, pelo que o preço da empresa não equivale, necessariamente, ao valor da empresa. O preço da empresa consubstancia-se no compromisso assumido entre as partes, enquanto o valor da empresa é o resultado do processo de avaliação económica da empresa<sup>89</sup>.

Atente-se ao que sucede na fixação do preço num *share deal*. Como se observou anteriormente, o adquirente das participações sociais consegue equiparar-se à posição de um empresário no *trespasse*. Esta particularidade é especialmente relevante quando se determina o preço da compra e venda das participações sociais. Regra geral, o preço da totalidade ou da maioria das participações sociais é superior à soma dos preços que sucederia da compra em separado de cada uma das participações<sup>90</sup>.

Relativamente à determinação indireta do preço, em concreto, deve-se assinalar os vários métodos observados na *praxis* negocial. Primeiramente, podemos destacar o método segundo o qual se estabelece um preço determinado, permitindo que este seja modificado. Ora, esta estipulação está condicionada àquilo que as partes pré-estabeleçam, não só em função de critérios de cariz económico, como também de cariz jurídico. Nesta senda, quanto aos critérios de cariz económico, as cláusulas de estabilização são um bom exemplo, porquanto possibilitam a alteração do preço consoante as flutuações do preço da inflação ou de alterações cambiais, *v.g.*<sup>91</sup>. A nível jurídico, destacam-se as cláusulas de revisão de preço, cujo objeto será tratado adiante<sup>92</sup>.

A acrescentar, os métodos caracterizados pelo facto de o preço ser indeterminado, mas determinável, tendo por base critérios que serão aplicados futuramente<sup>93</sup>, ou, ainda, o método segundo o qual as partes contraentes convencionam um preço determinado e

---

<sup>89</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 771.

<sup>90</sup> O modo de formação do preço constitui um dos índices de que a compra e venda de participações sociais não se traduz apenas nisso, consubstanciando-se, sim, numa aquisição de empresas. Jorge Coutinho de Abreu, *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, *ob. cit.*, pp. 351 – 352 e António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *ob. cit.*, pp. 699 - 705.

<sup>91</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 772.

<sup>92</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011, p. 403.

<sup>93</sup> Tais critérios poderão ser de natureza objetiva ou subjetiva. Relacionado com o primeiro, são de referir o valor contabilístico, o valor de liquidação, o *goodwill*, os limites máximo e mínimo do preço, as franquias, entre outros. Já no que tange ao critério de natureza subjetiva, atribui-se a um terceiro (regra geral, instituições financeiras) a competência para determinar o preço. José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 772.

indeterminado, simultaneamente. Neste caso, há uma parte do preço que é fixa e outra eventual. Esta parte que não se encontra fixada fica condicionada a um evento futuro<sup>94</sup>.

É prática recorrente a estipulação de cláusulas que determinam a variação do preço ou que diferem para um momento posterior a determinação do preço. Isto deve-se ao facto de, amiúde, à data da aquisição, as partes entenderem que não se encontram no melhor momento para definir o valor da empresa<sup>95</sup>. Não só porque poderão não estar “confortáveis” com os elementos tidos em consideração, porquanto poderão não corresponder ao esperado ou, simplesmente, porque, no momento da celebração do contrato, o adquirente da empresa ainda não tem ao seu dispor todas as informações necessárias para calcular o seu valor<sup>96</sup>.

A informação assume, no âmbito da determinação do preço, extrema relevância. Só o acesso à informação completa e verdadeira permite a tomada de decisão, livre e esclarecida, do adquirente de contratar ou não contratar. Como afirma Carlos Ferreira de Almeida, a informação tem “um valor transacionável, que confere significativo poder negocial”<sup>97</sup>.

Ora, a necessidade de informação emergente está dependente, segundo a doutrina, de critérios, tais como a função do tipo e da probabilidade de risco, a intensidade e confiança nas negociações, a natureza das partes e da assimetria informativa<sup>98</sup>. A tutela da parte mais fraca é o mote para determinar que o dever de informar cabe à parte mais forte, i.e., “a parte que esteja em condições de informar”. Esta ideia é reforçada por Menezes Cordeiro<sup>99</sup>, sustentando que os ditames da boa fé impõem ao vendedor o dever de informação.

---

<sup>94</sup> Veja-se, por exemplo, as cláusulas de comunhão nos lucros sociais. Neste tipo de cláusulas o adquirente da empresa receberá uma parcela da contraprestação determinada por referência aos lucros anuais gerados pela empresa alienada durante um determinado período após a celebração do contrato de compra e venda. José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 773.

<sup>95</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*, p. 401.

<sup>96</sup> Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte, Almedina, 2011, p. 41.

<sup>97</sup> Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos I – Conceitos, fontes, formação*, Almedina, 5ª ed., 2017, p. 230.

<sup>98</sup> Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, *ob. cit.*, p. 26.

<sup>99</sup> António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil, II, Parte geral. Negócio jurídico*, Almedina, Coimbra, 4ª ed., 2014, p. 291.

É nestes termos que a realização de *due diligences* surge como imprescindível, sobretudo na aquisição de participações de controlo. O que não significa que os deveres de informação e de esclarecimento incumbidos ao vendedor sejam excluídos quando se verifique *due diligences*. Significa apenas que, perante o caso concreto, os deveres supra referidos são conformados, não excluindo toda e qualquer responsabilidade do vendedor<sup>100</sup>.

O processo de *due diligence* surge como uma «etapa» fundamental para obter informações atinentes às participações sociais, à sociedade-alvo e às relações entre a sociedade e os sócios<sup>101 102</sup>. No fundo, trata-se de uma avaliação do objeto da venda<sup>103</sup>. Daí que se deva atender ao dever de prestar todas as informações pertinentes ao comprador.

A acentuada assimetria informativa do adquirente face ao vendedor<sup>104</sup> torna necessário lançar mão de auditorias. Evidenciando os ensinamentos de Engrácia Antunes, “ao passo que o «vendedor» da empresa (...) é um verdadeiro «insider», conhecendo como ninguém o verdadeiro estado e valor do objeto negocial, o «comprador» não possuirá a mais das vezes outra informação sobre a empresa que pretende adquirir senão aquela que circula no mercado ou obteve do próprio vendedor”. Nesta senda, a *due diligence* consubstancia um instrumento de gestão do risco do adquirente, visto que possibilita a redução da disparidade informativa tão característica das operações de aquisição de empresas.

As informações obtidas no seio deste processo são determinantes para a tomada de decisão de contratar ou não contratar. Como tal, a par de outras, uma das funções cruciais atribuídas à *due diligence* é a informativa<sup>105</sup>.

---

<sup>100</sup> Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, ob. cit., p. 42.

<sup>101</sup> Fábio Castro Russo, “*Due diligence* e responsabilidade”, ob. cit., p. 14 e Miguel Gimeno Ribes, *La Protección del comprador en la adquisición de empresa – Estudio comparado de los ordenamientos Español y Alemán*, ob. cit., pp. 212 e 216 e ss..

<sup>102</sup> Em específico, com a realização de uma *due diligence* pretende-se adquirir informações relacionadas com aspetos organizativos, técnicos, patrimoniais, financeiros e contabilísticos da empresa. José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, ob. cit., p. 753.

<sup>103</sup> Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, ob. cit., p. 32.

<sup>104</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, ob. cit., p. 753.

<sup>105</sup> Fábio Castro Russo, “*Due diligence* e responsabilidade”, ob. cit., pp. 16 – 17.

Apesar de se associar, frequentemente, à fase pré-contratual, não é imperativo que a auditoria se realize neste momento. Posto isto, destacam-se três momentos temporais em que se pode observar a realização de uma *due diligence*: (1) num momento *pre-signing*, em que a *due diligence* é realizada antes da celebração do contrato, (2) num momento *post-signing/pre-closing*, a qual se verifica após a celebração do contrato, mas antes de ser plenamente eficaz e, por fim, (3) num momento em que o contrato já seja plenamente eficaz, denominando-se por *post-closing*<sup>106</sup>.

A informação obtida após a celebração do contrato pode justificar a revisão do preço inicial acordado. Portanto, a função valorativa<sup>107</sup> atribuída à *due diligence* possibilita não só determinar o preço da aquisição, como também diferir o seu pagamento no tempo<sup>108</sup>.

Porém, a realização desta operação pode não trazer plena estabilidade às partes. À data da sua realização pode suceder que os lançamentos não tenham sido todos efetuados, tal como pode acontecer que nem todas as informações estejam de imediato disponíveis para o conhecimento das partes<sup>109</sup>. Há ainda a possibilidade de o período decorrido entre o momento da avaliação da empresa e o da celebração do contrato ser longo, observando-se alterações nos elementos da empresa tidos em conta no momento da auditoria. Essas alterações poderão ser de tal forma significantes na sociedade, verificando-se, por conseguinte, que a avaliação económica da empresa teve por base determinados elementos e, à data da celebração do contrato, esses elementos encontrarem-se desatualizados.

Nos casos em que as partes contraentes tenham urgência na concretização da operação, torna-se quase inevitável que recorram a elementos desatualizados para

---

<sup>106</sup> Terminologia utilizada por Francesco Ricci, *Due diligence e responsabilità*, Bari, Cacucci Editore, 2008 (in Fábio Castro Russo, “Due Diligence e responsabilidade”, *ob. cit.*, p. 18).

<sup>107</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 753.

<sup>108</sup> A somar às demais funções, a função garantística, no que concerne às cláusulas de declaração e garantia, e a função probatória, pertinente pela documentação dos fluxos informativos entre o adquirente, o alienante e a empresa negociada, apresentam-se igualmente fundamentais. Fábio Castro Russo, “*Due diligence e responsabilidade*”, *ob. cit.*, pp. 17 – 18.

<sup>109</sup> Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, *ob. cit.*, p. 42.

determinar o preço da compra e venda, só lançando mão da *due diligence* posteriormente<sup>110</sup>.

Pode até ser benéfico que as partes subordinem o contrato a uma condição suspensiva, justificando-se o recurso a cláusulas de revisão de preço, não só, mas principalmente, nas operações em que decorre um período mais ou menos longo desde a data da realização da auditoria até ao momento em que o contrato produz os seus efeitos. Este tipo de cláusulas apresenta uma grande vantagem atinente ao preço da aquisição, dado que o mesmo só é determinado após celebração da aquisição da empresa<sup>111</sup>.

O órgão de administração da sociedade deve elaborar as contas e o balanço de cada exercício social, como forma de prestação de contas aos sócios. Incidindo especificamente na elaboração do balanço, este deverá ter por referência todo o exercício, para que a sociedade possa “confronta[r] e compara[r] o seu ativo com o passivo, evidenciando o valor do património e proporcionando o quadro da sua situação patrimonial no momento do encerramento do exercício”<sup>112</sup>. Para tal, o relatório de gestão deve expor a evolução dos negócios, do desempenho e da posição da sociedade e deve descrever os seus principais riscos e incertezas. O recurso a tais documentos traduz-se numa das formas de determinar o preço da compra e venda.

É também levantada a possibilidade de avaliar as participações sociais atendendo ao método do “*Discounted Cashflow*”, i.e., através de uma estimativa dos fluxos de caixa futuros da empresa num determinado momento, aplicando uma taxa de desconto<sup>113</sup>. Poder-se-á ainda atender aos capitais próprios da sociedade, constantes no balanço, para fixar o preço da aquisição<sup>114</sup>. No entanto, poderá existir, num segundo momento, a necessidade de proceder à revisão do preço. Nesse momento, a elaboração de novos documentos contabilísticos é fulcral, de modo a observar se os elementos constantes nestes novos documentos são equivalentes aos primeiros elementos apurados. Se a

---

<sup>110</sup> Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, *ob. cit.*, p. 42.

<sup>111</sup> Para desenvolvimentos, v. Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*.

<sup>112</sup> Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, *ob. cit.*, pp. 886 – 890.

<sup>113</sup> Joana Torres Ereio, “Cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações”, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2015, p. 136.

<sup>114</sup> Embora não seja imperativo que as partes atentem somente ao balanço. Como tal, podem observar apenas determinados elementos do património da sociedade. Nesta linha, Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, *ob. cit.*, p. 46.

resposta for negativa, é necessário rever o preço, analisando “*quem deve pagar e quem deve receber*”<sup>115</sup>.

---

<sup>115</sup> *Ibidem*, p. 47.

### 5.1. A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa

Na década de 90, a controvérsia jurídica em torno da privatização da Sociedade Financeira Portuguesa assumiu especial relevância. Tal operação foi entendida como um contrato de compra e venda nos termos do art. 874.º do CC, porquanto a titularidade das ações foi transmitida, mediante um preço<sup>116</sup>.

Esta privatização foi de tal modo controvertida que se tornou um bom exemplo a ter em conta no que concerne ao modo de formação do preço e de que modo é que advieram consequências daí<sup>117</sup>.

Prescrevia o art. 10.º do DL n.º 138-A/91, de 9 de abril, que ao Conselho de Administração da sociedade competia propor o valor da empresa, tendo por base a avaliação efetuada por duas entidades independentes. A acrescer, o Boletim de Cotações deveria publicitar determinados elementos, nomeadamente o Diário da República em que tivessem sido publicados os relatórios de contas do Conselho de Administração e o parecer relativo aos três últimos exercícios.

Ainda, deveria ser publicado o Prospeto Oficial, nos termos do DL n.º 8/88, de 15 de janeiro, e da Portaria n.º 295-A/88, de 10 de maio, estabelecendo o primeiro que informações teriam de estar contidas no prospeto necessárias para a tomada de decisão dos investidores. Posto isto, a respetiva Portaria, no seu art. 20º, estabelecia que “*qualquer facto novo que seja significativo e que possa influenciar a avaliação dos valores mobiliários e que ocorra entre o momento em que o conteúdo está estabelecido e o momento em que a cotação oficial se torna efetiva deve ser objeto de um suplemento ao prospeto (...)*”.

Pela leitura destas normas poder-se-á inferir pela existência de um “formalismo informativo” no quadro da privatização da SFP que dava a conhecer aos possíveis investidores o retrato fiel da empresa, respeitando o princípio da veracidade e transparência e que, se tal não fosse observado, estar-se-ia a frustrar a legítima confiança dos interessados na privatização<sup>118</sup>. Foi com base neste “formalismo informativo” que se

---

<sup>116</sup> António Menezes Cordeiro, “Vícios ocultos nos bens privatizados: Subsídios para a análise da privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimentos, S.A. e suas consequências”, Parecer, *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995, p. 121.

<sup>117</sup> O caso da SFS não assumiu um especial relevo apenas por este motivo. À data, a doutrina e o Tribunal Arbitral analisaram este caso sob o ponto de vista de uma aquisição indireta de empresa.

<sup>118</sup> João Calvão da Silva, “Compra e venda de empresas”, *ob. cit.*, pp. 141 – 142.



determinou o preço da compra e venda da empresa. Tal preço teve por base vários fatores, tais como o nome da instituição, a sua clientela, a sua capacidade de gerar lucros, o seu património, que, no seu conjunto, constituíam o valor da empresa<sup>119</sup>.

Contudo, posteriormente, os compradores das ações depararam-se com a omissão de informações significantes relativas à empresa relacionadas com a existência de duas garantias autónomas prestadas à IBEROL – Sociedade Ibérica de Oleaginosas, S.A., no valor de 2.000.000 contos que não constavam nos relatórios, nas contas e no Prospeto Oficial. Realce-se a importância do Prospeto Oficial, dado que “funciona como o último e mais cabal meio de informação aos acionistas”. Ora, a existência de tais garantias foi entendida como um vício oculto da coisa vendida<sup>120</sup> e, por conseguinte, a determinação do preço teve por base informações erróneas<sup>121 122</sup>.

Por conseguinte, a pedra de toque aqui presente dizia respeito, não só a saber se se tratava de uma efetiva aquisição de empresas mediante a compra e venda de participações sociais e quais os elementos em que as partes se tinham baseado para fixar o preço, mas qual o regime jurídico a observar pela consequência resultante da desconformidade do preço da compra e venda da empresa face ao seu valor real, tendo em conta que as partes não estavam a par dessa desconformidade.<sup>123</sup>

---

<sup>119</sup>António Menezes Cordeiro, “Vícios ocultos nos bens privatizados: Subsídios para a análise da privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimentos, S.A. e suas consequências”, *ob. cit.*, p. 121.

<sup>120</sup> *Ibidem*, p. 122

<sup>121</sup> “De facto, a verificação após a venda de que a avaliação da empresa e as informações prestadas eram inexatas, porque omitiam duas garantias autónomas, equivale a reconhecer que o património líquido da sociedade tinha um valor real significativamente inferior ao previsto. Nesta medida, as ações valerão tanto menos quanto menor for o património líquido da sociedade. E o património líquido da empresa é menor na medida em que o passivo, que onera o activo, for superior ao que estava previsto”. João Calvão da Silva, “Compra e venda de empresas”, *ob. cit.*, p. 145.

<sup>122</sup> “De facto, à data da aquisição das ações, os AA. desconheciam que o património da sociedade posta à venda se achava onerado pelas duas garantias. Esse desconhecimento resultava de omissão culposa, imputável ao R..”. Ac. do Tribunal Arbitral de 31 de março de 1993, pp. 50 – 51.

<sup>123</sup> Enfatizando este último aspeto, e tendo em conta os pareceres elaborados, a solução para o presente caso poderia ser outra. Por um lado, recorrendo ao regime da venda de coisas oneradas, nos termos dos arts. 905.º e ss. do CC, considerando haver erro sobre o objeto. Neste caso, os investidores gozariam do direito à redução do preço ou sanção da anulabilidade. Questiona-se se o comprador teria direito a receber uma indemnização. António Menezes Cordeiro respondeu afirmativamente. O comprador, ao deparar-se com a diminuição do valor da coisa que adquiriu, e enquanto esse fator não fosse reparado, iria sofrer vários prejuízos, traduzidos na quebra nos lucros e na perda de negócios (V. António Menezes Cordeiro, “Vícios ocultos nos bens privatizados: Subsídios para a análise da privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimentos, S.A. e suas consequências”, *ob. cit.*, p. 126).

A existência de uma possível indemnização poderia abranger, além do mais, a reparação dos danos causados à sua imagem perante a imprensa, embora não tenha sido este o entendimento do Tribunal. Tenha-se em atenção a sua fundamentação: “Em relação ao pedido formulado pelos AA. (...) julga o Tribunal que, nas circunstâncias do processo, não está provada a referida lesão. Não é notório nos meios financeiros e na

A orientação do Tribunal Arbitral foi no sentido da responsabilização do Banco Pinto & Sotto Maior por prospeto informativo falso ou incompleto<sup>124</sup>, na medida em que tal omissão originou uma diminuição do valor da empresa, contrariando a tese da aplicação do regime da venda de coisas oneradas ou defeituosas.

---

opinião pública que a imagem dos AA. tenha ficado diminuída pelas circunstâncias que determinaram este litígio”.

Por outro lado, a figura do cumprimento defeituoso poderia ser aplicada, na ótica de alguns autores (Inocência Galvão Telles, “Parecer”, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995, p. 195), visto que as informações constantes da avaliação e do Prospeto Oficial foram determinantes para a tomada de decisão dos compradores e, por conseguinte, estes ponderaram com base em dados erróneos

<sup>124</sup> João Calvão da Silva, “Compra e venda de empresas”, *ob. cit.*, pp. 147 – 163.

## 6. Cláusulas de variação de preço

### 6.1. Cláusulas que ligam a variação de preço às *representations* e *warranties*

Existem cláusulas destinadas a colmatar o problema emergido das insuficiências dos remédios gerais do nosso ordenamento jurídico para os problemas dos contratos de aquisição de empresas. As chamadas *representations* e *warranties*, de origem anglo-saxónicas, vêm colmatar tais insuficiências, surgindo como um reforço da tutela do credor, consistente em o alienante “*declarar e garantir*” determinado estado de coisas ou qualidades.

É pertinente diferenciar as *representations* das *warranties*. As primeiras traduzem-se em declarações de facto ou de direito, as quais atestam o estado da empresa em determinado momento, geralmente, à data da conclusão do contrato, descrevendo factos presentes e/ou passados<sup>125</sup>. Já as *warranties* asseguram a existência de determinado facto ou qualidade<sup>126</sup>, constituindo vinculações jurídicas<sup>127</sup>.

Como afirma Clemente V. Galvão, “como principais características destas cláusulas, destaca-se o facto de serem relativamente complexas, com uma descrição muito detalhada das características e condições da sociedade em causa (situação financeira, legal, contabilística, etc.), e conferem também, em regra, uma regulamentação pormenorizada do regime de responsabilidade do vendedor caso as mesmas não correspondam à realidade”<sup>128</sup>. Cumpre ainda afirmar que estas cláusulas se fundamentam na liberdade contratual, ou, mais concretamente, na autonomia privada<sup>129</sup>.

Em primeira linha, distinguir entre uma mera informação que não ateste o estado de facto da empresa e uma garantia na aceção que estamos a analisar traduz-se num problema de interpretação da declaração de vontade, nos termos dos arts. 236.º e ss. do CC. A ponderação aqui exige que se atente, na ótica de António Menezes Cordeiro, à

---

<sup>125</sup> Invocando as palavras de Michael H. Whincup “*A representation is a statement of fact made by one person or his agente to another, or his agente, at or before the time of their contracting which encourages or induces the representee to make a contract with the representor (...)*”. In *Contract Law and Practice – the English System and Continental Comparisons*, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, Boston, 1992, p. 215.

<sup>126</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ob. cit.*, p. 783.

<sup>127</sup> Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, O Direito da aquisição de empresas: uma introdução, *ob. cit.*, pp. 38 – 39.

<sup>128</sup> Clemente V. Galvão, “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda: um contributo”, *ob. cit.*, pp. 558 – 559.

<sup>129</sup> Daí que não se possa argumentar que o conteúdo das mesmas extravase os limites da lei, imposto pelo art. 405.º, n.º 1 do CC. Ac. do STJ de 1 de março de 2016, processo n.º 4915/04.9TVLSB.L1.S1.

letra do negócio, aos textos circundantes, aos antecedentes e à prática negocial, ao objetivo em causa e aos elementos extra-negociais<sup>130</sup>.

Se as declarações do alienante forem interpretadas neste sentido, serão tidas como uma promessa da responsabilidade pela desconformidade da declaração com a realidade<sup>131</sup>. Observe-se, na esteira do STJ, que “a cláusula de garantia não se reconduz a qualquer obrigação de comportamento, mas à assunção do risco da desconformidade entre a situação declarada e a real situação das sociedades objeto do negócio”<sup>132</sup>.

É usual afirmar-se que este tipo de cláusulas são características dos contratos de aquisição modernos, assumindo especial acuidade no *share deal*<sup>133</sup>. Não só pela sua relevância na formação do preço, como também pela distribuição do risco das partes contratantes, na medida em que apenas se exige a verificação de divergências do que foi outrora declarado e a realidade<sup>134</sup>.

Pelas cláusulas em apreço, os vendedores respondem automaticamente, de forma objetiva, “haja o que houver”, não lhe sendo lícito invocar a causa que tornou a prestação impossível<sup>135</sup>. Tendo em conta o escopo das cláusulas de declarações e garantias, i.e., o de alocar o risco oriundo do contrato, a parte que prestou a declaração (falsa) encontra-se obrigada a repor a situação que existiria caso a mesma fosse verdadeira<sup>136</sup>. A dificuldade probatória inerente aos vícios das participações sociais, realça a necessidade de instituir um sistema garantístico «automático». Em 2016, o STJ pronunciou-se neste sentido<sup>137</sup>  
138.

---

<sup>130</sup> António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil português*, II, Parte geral. Negócio jurídico, *ob. cit.*, pp. 724 e ss..

<sup>131</sup> António Teles e João Carmona Dias, “Garantia na alienação de empresas”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011, pp. 95 – 96.

<sup>132</sup> Ac. do STJ de 1 de março de 2016.

<sup>133</sup> Daí que se afirme que as garantias são mais frequentes e intensas no caso de venda de participação acionista de controlo. Porém, a sua integração nos contratos de aquisição de empresas, mesmo tratando-se de um *asset deal*, assume extrema relevância dadas as dificuldades em determinar os vícios da empresa. António Teles e João Carmona Dias, “Garantia na alienação de empresas”, *ob. cit.*, pp. 93 – 94.

<sup>134</sup> Efrén Avendaño Sánchez e Diego Estela Montes, *Aplicación y Eficacia de las Cláusulas de Declaraciones y Garantías y de Limitación de la Responsabilidad en los Contratos de Compraventa de Acciones*, Pontificia Universidad Javeriana, Students, 2016, p. 5.

<sup>135</sup> Cfr. M. Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, Almedina, 12ª ed., 2009, p. 1040.

<sup>136</sup> Catarina Tavares Loureiro e Manuel Cordeiro Ferreira, “As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016”, in *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, Nº 44, 2016, pp. 15 – 16.

<sup>137</sup> Fábio Castro Russo, “Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo”, *ob. cit.*, p. 120

<sup>138</sup> Foi a primeira vez que o STJ se pronunciou acerca destas cláusulas como regime autónomo de responsabilidade civil contratual. V. ac. do STJ de 1 de março de 2016.

As cláusulas de declarações e garantias podem dizer respeito a várias matérias, tais como à rentabilidade da empresa, a bens, a fornecedores, a contratos, a dívidas, a licenças, à composição do património, aos balanços, à inexistência de litígios, entre outros<sup>139 140</sup>.

Uma distinção que importa realizar é a que diz respeito às garantias formais/legais (*legal warranties*) e as garantias de tipo económico/patrimonial (*business warranties*). As primeiras, embora relacionadas com as participações sociais em si<sup>141</sup>, assumem uma menor importância comparativamente às últimas. As *business warranties*, referentes à sociedade-alvo, têm como escopo assegurar que a empresa adquirida possui determinada situação financeira, patrimonial e reditícia, podendo ainda constar dados atinentes à capacidade lucrativa da empresa, decisivos na determinação do preço do negócio<sup>142</sup>

Em termos concretos, foi já defendido pelo STJ<sup>143</sup> que a violação da cláusula de garantia não gera um “*dever de indemnizar* na aceção do regime legal da responsabilidade civil, mas apenas um *dever de prestar* em sentido estrito”.

Contudo, geralmente, a tutela do comprador é concretizada na ação de cumprimento ou no pedido de indemnização pelo não cumprimento, como forma de remover os danos reais ou concretos. Na aquisição de participações sociais, a dificuldade inerente ao ressarcimento dos danos só se pode verificar quando haja uma diminuição do valor da participação social, relativamente ao que existiria se a garantia dada pelo vendedor correspondesse à realidade. Catarina Monteiro Pires expõe o seguinte “imaginemos que o vendedor declarou que a sociedade é proprietária de certo imóvel e esta afirmação não é verdadeira. Sendo o dano a diminuição do valor da empresa devido

---

<sup>139</sup> Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, ob. cit., p. 64.

<sup>140</sup> Relacionada com a presente temática, surge a chamada “garantia do balanço”. Invocando a tese de Hommelhoff, a “garantia do balanço” representa a relação entre a prestação e a contraprestação. Isto significa que o comprador aceita que o balanço foi elaborado segundo princípios e normas contabilísticas e que reflete, de forma adequada, a sua situação financeira. Conclui-se, então, que esta garantia pode constituir fundamento para a fixação do valor da empresa e do respetivo preço. V. neste âmbito Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, ob. cit., pp. 73 – 77.

<sup>141</sup> Essencialmente, correspondem a informações atinentes à titularidade das participações sociais, à categoria das ações ou à percentagem a que correspondem as participações sociais vendida. Fábio Castro Russo, “Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo”, ob. cit., p. 124.

<sup>142</sup> José Engrácia Antunes, “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, ob. cit., p. 784 – 785.

<sup>143</sup> Ac. do STJ de 1 de março de 2016.

à falta do imóvel, haverá que verificar o «valor da supressão patrimonial» causado pela falta do imóvel, o qual pode bem não corresponder ao valor do próprio imóvel”<sup>144</sup>.

Na aquisição de empresas, a dificuldade inerente ao exercício do direito à reparação ou à indemnização por perdas e danos sofridos é acrescida. Por tal facto, é benéfico para o adquirente que, a par das garantias prestadas, sejam igualmente convencionadas cláusulas penais. Dentro das quais podemos incluir o modo de reparação, a forma de pagamento do valor das diferenças apuradas ou a redução do preço convencionado<sup>145 146</sup>. Tenhamos como exemplo o caso em que o vendedor garante a capacidade da empresa para gerar lucros. Na possibilidade de tal não se verificar, o comprador pode exigir do vendedor o cumprimento da garantia ou uma indemnização pelo não cumprimento, tendo em conta o interesse contratual positivo<sup>147</sup>.

Como tal, a indemnização em consequência da não verificação das cláusulas de declarações e garantias é traduzida pela “diferença entre o valor económico-financeiro da sociedade garantido pelas recorridas através das contas apresentadas e o seu valor real que teria determinado o preço do negócio”, tal como foi julgado pelo STJ no acórdão proferido a 1 de março de 2016, abandonado o regime previsto no art. 564º do CC.

No acórdão em apreço, a ideia que transparece é a de que o preço a pagar seria menor caso os vendedores não prestassem as garantias, dado que a determinação do preço do negócio teria por base a informação que os compradores obtivessem.

A verificação das garantias não deve ter uma duração *ad eternum*. Por isso, é importante fixar um prazo para o exercício dos direitos, denominado “*survival period*”. Quando estipulado, é usual fixar-se um prazo compreendido entre 1 e 3 anos, com exceção das matérias de natureza fiscal e de segurança social, as quais devem observar o prazo de caducidade ou de prescrição<sup>148</sup>.

---

<sup>144</sup> Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, *ob. cit.*, pp. 110 – 111.

<sup>145</sup> António Teles e João Carmona Dias, “Garantia na alienação de empresas”, *ob. cit.*, p. 102

<sup>146</sup> A estipulação de cláusulas penais justifica-se na ótica do adquirente, bem no na ótica do alienante. Do lado do primeiro, a vantagem é traduzida na salvaguarda do ressarcimento dos seus interesses na aquisição da empresa sem os vícios apurados, tendo conhecimento da dificuldade em provar os lucros cessantes. Já em relação ao alienante, a estipulação de um teto máximo de indemnização permite delimitar a sua responsabilidade por eventuais vícios. V. António Teles e João Carmona Dias, “Garantia na alienação de empresas”, *ob. cit.*, pp. 102 – 103.

<sup>147</sup> António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, “Compra e venda de empresa - A venda de participações sociais como venda de empresa (“*share deal*”)”, *ob. cit.*, p. 715.

<sup>148</sup> Clemente V. Galvão, “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda”, *ob. cit.*, pp. 563 – 564.

Em suma, a integração das cláusulas de garantia no âmbito desta dissertação revela a máxima importância. Face ao *supra* exposto, deverá realçar-se que a inclusão de garantias nos contratos de aquisição de empresas consubstancia um reforço da tutela das partes. Já se concluiu anteriormente que há forte tendência para se verificar uma assimetria entre as partes contratantes, a qual, normalmente, acaba por não ser repercutida no preço do negócio<sup>149</sup>.

---

<sup>149</sup> Fábio Castro Russo, “Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo”, *ob. cit.*, p. 117.

## 6.2. Cláusulas que ligam a variação de preço à atividade da empresa posterior ao contrato

### 6.2.1. Cláusulas *Earn-out*

A incerteza relativa a determinados aspetos das empresas a adquirir e a assimetria informativa<sup>150</sup> obrigam as partes a recorrer a instrumentos que permitam mitigar certas divergências. As cláusulas *earn-out*, muito comuns no tráfego negocial, permitem resolver alguns conflitos no que concerne ao preço a pagar.

Replicando os ensinamentos de Fernando Oliveira e Sá, estas cláusulas representam “estipulações negociais que condicionam a determinação do preço de aquisição de empresa, total ou parcial, à verificação, dentro de determinado período, de certos resultados ou acontecimentos, sejam estes de natureza jurídica, económica ou material”<sup>151</sup>.

Daqui retiram-se os dois elementos caracterizadores das cláusulas em apreço: a indeterminação do preço no momento do *closing* e o condicionamento do pagamento de outras quantias à verificação de um facto futuro e incerto. Conclui-se, deste modo, que estamos perante verdadeiras condições, em regra, suspensivas<sup>152 153</sup>.

Inicialmente, as partes definem que percentagem do preço é paga no momento do *closing* e a que ficará dependente de factos futuros<sup>154</sup>, bem como o *earn-out period*, i.e., o período para a verificação dos factos (normalmente, entre um e cinco anos)<sup>155</sup>. A formulação correta das cláusulas, o que implica definir com clareza a medida de base ao cálculo da variação do preço, é elementar para que as partes não litiguem<sup>156</sup>.

---

<sup>150</sup> Albert H. Choi, “Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments”, University of Virginia School of Law, setembro, 2016, p. 7.

<sup>151</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*, p. 402.

<sup>152</sup> António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil, Parte geral, Negócio jurídico*, *ob. cit.*, p. 638.

<sup>153</sup> Podem assumir uma feição positiva ou negativa: na positiva observa-se “uma alteração da situação existente”, enquanto a negativa “implica a manutenção dum estado de coisas”. Luís A. Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil: Fontes, conteúdo e garantia da relação jurídica*, Vol. II, Universidade Católica Editora, 5ª ed., 2010, pp. 424 – 425.

<sup>154</sup> Matthew D. Cain et al., “Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements”, *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, Forthcoming, maio, 2010, p. 13.

<sup>155</sup> Albert H. Choi, “Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments”, *ob. cit.*, p. 2.

<sup>156</sup> Estipulações claras, que não deixem margem para dúvidas evitam o recurso a litígios ou, pelo menos diminuam a sua ocorrência. Além do mais, o próprio procedimento de revisão do preço, i.e., quem é que o faz e como é que faz, deve ser acautelado o máximo possível, devendo ainda prever mecanismos de resolução de conflitos. V. Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, *ob. cit.*, p. 50.



A escolha dos factos sujeitos a verificação está correlacionada com as expectativas que as próprias partes têm quanto à empresa. É bastante comum estabelecer como medida de cálculo elementos financeiros, tais como o volume de negócios, o *cash-flow* e o EBITDA; ou elementos jurídicos, como o condicionamento à obtenção de licenças ou de quotas de mercado; a aprovação de fundos comunitários<sup>157</sup>; bem como o condicionamento à não rescisão do contrato de trabalho por parte de certos trabalhadores cruciais na empresa<sup>158</sup>.

Pode ainda ser convencionado que apenas relevam diferenças que excedam um determinado valor, bem como o limite máximo a pagar ou a receber<sup>159</sup>. Pese embora existam elementos que favorecem mais o alienante ou o comprador, as partes têm de jogar com os seus interesses e chegar a um entendimento.

As expectativas que cada parte tem para a aquisição da empresa podem, de certo modo, ser manipuladas pela parte contrária. O comprador vai tentar adotar estratégias para que não tenha de efetuar um pagamento acrescido ao alienante. Se as partes convencionarem que a medida de base da variação do preço consistirá, v.g., nos lucros futuros, é imprescindível que se determine se no lucro a apurar serão tidos em conta os investimentos realizados pelo comprador ou se estes serão abatidos. Aliás, nada sendo convencionado em concreto, o comprador pode inclusive realizar investimentos que abatem o lucro gerado como forma de evitar o pagamento de preço ao alienante.

Estes comportamentos oportunistas devem ser acautelados no contrato. Se, por um lado, o alienante quer receber o montante mais alto possível, por outro lado, o comprador pretende pagar o mínimo possível<sup>160</sup>. No entanto, uma má conduta do comprador, conquanto possa determinar um pagamento pouco avultado ao vendedor, irá ter repercussões futuras na empresa com que vai ter de lidar.

---

<sup>157</sup> Albert H. Choi, “Addressing Informational Challenges with Earnouts in Mergers and Acquisitions”, *Research Handbook on Mergers and Acquisitions, Forthcoming; Virginia Law and Economics Research Paper No. 2016-17*, setembro, 2016, p. 7.

<sup>158</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*, p. 402.

<sup>159</sup> Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, *ob. cit.*, pp. 49 – 50.

<sup>160</sup> Albert H. Choi, “Addressing Informational Challenges with Earnouts in Mergers and Acquisitions”, *ob. cit.*, p. 13.

Em virtude do risco referenciado, dever-se-ão estabelecer deveres de comportamento e cooperação entre as partes, tal como se deverá instituir mecanismos de controlo da atividade do comprador<sup>161</sup>.

Uma vez que estamos perante um contrato bilateral, a verificação ou não verificação da condição vai, simultaneamente, beneficiar uma das partes e prejudicar a outra<sup>162</sup>. Como tal, a fixação de um dever de cooperação entre as partes possibilita o controlo das condições, evitando comportamentos estratégicos que frustrem a normalidade da sua verificação. Por exemplo, o contrato pode estabelecer que a tomada de decisão de investimentos por parte do comprador passe pelo próprio vendedor.

O acesso às contas da empresa, à listagem de encomendas e de clientes ou a comunicação ao vendedor de investimentos acima de certa quantia constituem formas de controlo da verificação das condições.

Ainda que não seja acordada nenhuma forma de controlo, o contrato vai sempre reger-se pelo regime imperativo previsto no art. 275.º, n.º 2 do CC, restringindo os comportamentos ilícitos das partes, de acordo com os ditames da boa fé<sup>163</sup>.

Findo o período acordado, a revisão do preço deverá ser efetuada por base o estabelecido no contrato.

A verificação ou não verificação de uma condição vai repercutir-se em todo o procedimento de revisão do preço. Como tal, a elaboração de um novo documento contabilístico nesta fase vai servir de base à comparação com os valores inscritos no documento contabilístico que as partes tiverem em consideração à data do *closing*<sup>164</sup>.

As cláusulas *earn-out* apresentam vantagens evidentes. Desde logo, a dificuldade inerente à fixação do preço da aquisição da empresa fica amenizada. Com efeito, salienta-

---

<sup>161</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*, p. 409.

<sup>162</sup> António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil, Parte geral, Negócio jurídico*, *ob. cit.*, p. 654.

<sup>163</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*, p. 410.

<sup>164</sup> Alexandre de Soveral Martins, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, *ob. cit.*, p. 46.

se o seu papel desbloqueador de situações de impasse<sup>165 166</sup> quanto ao acordo sobre o preço final.

Acima de tudo, o hiato temporal que decorre entre o *closing* e o período definido pelas partes para a verificação dos factos permite ao adquirente analisar a evolução da empresa e aferir se a empresa adquirida satisfaz as suas expectativas. Essa evolução, positiva ou negativa, tem impacto no preço.

Na ótica do alienante, a possibilidade de vender a empresa a um preço superior através das cláusulas *earn-out* torna-se bastante aliciante<sup>167</sup>.

---

<sup>165</sup> Fernando Oliveira e Sá, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, *ob. cit.*, p. 403.

<sup>166</sup> “(...) *the earnout can bridge a valuation gap between the target and the acquirer that is caused by disagreements about the target's expected future performance*”. Matthew D. Cain, et al., “Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements”, *ob. cit.*, p. 2.

<sup>167</sup> Pablo Cubel, “What advantages and disadvantages does an *earn-out* clause imply for the seller?”, in <https://blog.cuatrecasas.com/advantages-earn-clause-imply-seller/?lang=en>.

### 6.2.2. Cláusulas *Material Adverse Change*

No contexto da aquisição de empresas, as cláusulas *Material Adverse Change* representam um mecanismo de proteção das partes, permitindo distribuir o risco entre as partes perante alterações da empresa adquirida ou das circunstâncias em que o negócio foi celebrado que ocorram entre o *signing* e a produção do efeito translativo<sup>168 169</sup>.

As cláusulas em apreço são mais abrangentes que as *representations* e *warranties*, protegendo de melhor forma o comprador de riscos que não se encontram abrangidos pelas primeiras<sup>170</sup>. Há alterações de tal modo imprevisíveis que o alienante não consegue antever<sup>171</sup>. Ora, mesmo que fossem previsíveis, o alienante não tem interesse, do ponto de vista económico, em antecipar todos e quaisquer problemas, garantindo-os de forma autónoma. Ainda que da realização da *due diligence* se obtenha informação, esta só se reporta até ao *signing*. Por esta razão, a estipulação de uma MAC possibilita uma proteção temporalmente mais abrangente, reduzindo, ainda, os custos de obtenção de informação relevante para a conclusão do negócio<sup>172</sup>.

Há determinadas alterações que não são passíveis de serem incluídas nas *representations* e *warranties*, mas que as cláusulas MAC podem regular a distribuição do risco da sua ocorrência pelas partes.

Delimitando três alterações materiais típicas que podem ter lugar no âmbito das operações de aquisição de empresas, a doutrina destaca: as alterações com impacto na empresa-alvo; as alterações materiais nos mercados onde atuam a empresa-alvo e o adquirente e as alterações atinentes às condições de mercado e financiamento necessárias para a prossecução da operação<sup>173</sup>.

---

<sup>168</sup> Antonio J. Macias, *Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MACs) Clauses*, Purdue University, abril, 2009, p. 1.

<sup>169</sup> Este período pode ser mais ou menos longo, dependendo da complexidade do negócio (meses ou anos). Andrew A. Schwartz, “A «Standard Clause Analysis» of the Frustration Doctrine and the material adverse change clause”, *Legal Studies Research Paper Series*, Nº 09-15, 2009, p. 34

<sup>170</sup> Estas cláusulas podem assumir uma forma de declaração e garantia, em que o vendedor declara a inexistência de impactos negativos substanciais. Joana Torres Ereio, “Cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações”, *ob. cit.*, p. 141.

<sup>171</sup> Fernando Oliveira e Sá, “Cláusulas *Material Adverse Change* (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, in *Direito Comercial e das Sociedades, Estudos em memória do Professor Paulo M. Sendim*, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2012, p. 428.

<sup>172</sup> *Ibidem*, p. 429.

<sup>173</sup> *Ibidem*, p. 430.

Comumente, ao conceito de MAC associa-se o conceito de “material adverse effect” (MAE). Se, por um lado, o primeiro estará relacionado com alterações que ocorram entre a celebração do contrato e o *closing*, por outro lado, no segundo, conclui-se que, efetivamente, o evento poderá já ter ocorrido em momento anterior ao *signing*, mas os seus efeitos serão repercutidos até ao *closing*<sup>174</sup>. Para simplificar, a expressão MAC engloba, as mais das vezes, os efeitos supra mencionados.

Neste âmbito, distingue-se entre uma MAC genérica e uma específica. Na primeira, a sua previsão é genérica e aberta de relevância de um efeito material adverso, enquanto na segunda, essa previsão é acrescida de outros elementos que limitam a sua extensão. Nesta última, as partes descrevem que situações constituem uma alteração material adversa (*inclusions*)<sup>175</sup> e as que não constituem (*carve-outs*)<sup>176</sup>.

Para evitar o recurso a litígios, ou para amenizá-los, é conveniente estabelecer as *inclusions*. Para tanto, e para melhor proteção do adquirente, é elementar referir que se trata de uma mera lista exemplificativa de situações<sup>177</sup>. Pelo contrário, pelos *carve-outs* permite-se atribuir os riscos ao comprador que, de outra forma, recairiam sobre o vendedor, pela observância do regime da alteração das circunstâncias<sup>178</sup>.

À semelhança de outras cláusulas de revisão do preço já observadas, estas têm como fundamento a autonomia privada. A estipulação de *inclusions* e de *carve-outs* são um exemplo notório disso. Porém, não podem ao abrigo da autonomia privada excluir por completo a aplicação do regime da alteração das circunstâncias, dado que este regime tem como função proteger as partes da ocorrência e alterações excecionais ou imprevisíveis, que poderão, à partida, estar determinadas nas cláusulas MAC<sup>179</sup>

---

<sup>174</sup> *Ibidem*, p. 429, nota de rodapé nº 4.

<sup>175</sup> O risco do adquirente diminui em caso de litígios, tão só porque não se deixa à mercê da interpretação do tribunal.

<sup>176</sup> Exemplos muito comuns estão relacionados com alterações que afetam as condições económicas e financeiras a nível global ou nacional; alterações no preço de *stock* ou no volume de negócios e erros de especialistas quanto à estimativa de lucro, Kenneth A. Adams, “A legal usage analysis of «Material Adverse Change» provisions”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 1, nº 1, Article 2, 2004, pp. 43 - 44

<sup>177</sup> No entanto, se for taxativa, as alterações não incluídas na lista serão analisadas de acordo com o regime da alteração das circunstâncias. Fernando Oliveira e Sá, “Cláusulas *Material Adverse Change* (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, *ob. cit.*, p. 438.

<sup>178</sup> Tal como acontece com os riscos exógenos que, à partida, são da responsabilidade do vendedor. Andrew A. Schwartz, “A «Standard Clause Analysis» of the frustration doctrine and the material adverse change clause”, *ob. cit.*, pp. 51 - 52.

<sup>179</sup> É esta a ótica de Fernando Oliveira e Sá, in “Cláusulas *Material Adverse Change* (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, *ob. cit.*, p. 439.

Para o efeito, cumpre saber o que representa a materialidade inerente ao conceito de tais cláusulas. Em primeira linha, uma corrente de pensamento norte-americana (“*frustration*”) exigia uma alteração das circunstâncias que conduzisse a uma perda total do valor da empresa e, por conseguinte, a inexistência de condições para a manutenção do negócio, porquanto a alteração “material” deveria ser de tal forma fulminante para o adquirente pôr termo ao contrato<sup>180</sup>.

A jurisprudência norte-americana, em casos emblemáticos, logrou concretizar o conceito de “material”: “*The leading case is IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc., in which the court held that «the Material Adverse Effect should be material when viewed from the long-term perspective of the reasonable acquiror»*”<sup>181</sup>. Entre nós, a pedra de toque centra-se na vontade das partes, concretizada, v.g., na estipulação de *inclusions* e de *carve-outs*. A partir destes, as partes fixam grupos de alterações que não pretendem que se incluam no conceito de “material”, permitindo, para além do mais, determinar a vontade hipotética das partes<sup>182</sup>.

Por fim, perante a ocorrência de uma alteração material, o comprador pode recorrer aos mecanismos convencionados<sup>183</sup> que o façam manter interesse na empresa ou, então, resolver o contrato.<sup>184</sup>

Em suma, “*A MAC clause functions as an abandonment option in that it gives the acquirer the right to walk away from the acquisition, without penalty, if a material adverse event (MAE) occurs between the announcement and the completion of the acquisition*”<sup>185</sup>.

---

<sup>180</sup> Andrew A. Schwartz, “A «Standard Clause Analysis» of the Frustration Doctrine and the material adverse change clause”, *ob. cit.*, pp. 15 – 27 e 43.

<sup>181</sup> Kenneth A. Adams, “A legal usage analysis of «Material Adverse Change» provisions”, *ob. cit.*, p. 24.

<sup>182</sup> Fernando Oliveira e Sá, “Cláusulas *Material Adverse Change* (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, *ob. cit.*, pp. 440 - 443.

<sup>183</sup> V.g., a redução do preço ou adaptação do contrato.

<sup>184</sup> Antonio J. Macias, *Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MACs) Clauses*, *ob. cit.*, p. 5.

<sup>185</sup> David J. Denis e Antonio J. Macias, “*Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, *Forthcoming*, 2010, p. 3.

## 7. Preço Fixo – Mecanismo *Locked Box*

As vantagens de diferir o pagamento para um momento posterior são inegáveis. Porém, é também verdade que o pagamento do preço no momento da assinatura, calculado com base em documentos que espelhem as contas da empresa sem que haja lugar a revisões<sup>186</sup>, revela vários benefícios.

Desde logo, reduzem-se os gastos e o tempo de uma eventual revisão de preço e, por conseguinte, as complicações dos procedimentos da revisão<sup>187</sup>. Porém, a partir da assinatura do contrato, o risco económico do negócio passa para o comprador, ainda que até ao *closing* o alienante continue a gerir o negócio. Como tal, verifica-se uma preocupação acrescida que o vendedor transfira o valor da empresa em seu benefício, ora para si ou para as partes relacionadas consigo.

Por tudo isto, deve-se promover a estipulação de cláusulas que protejam o adquirente contra possíveis atos danosos do vendedor<sup>188</sup>. Esta estipulação é cunhada de *locked box*, cujo escopo é garantir que o valor da empresa se mantém na empresa como se de uma caixa fechada se tratasse desde a data de referência das contas da empresa (*locked box date*) até ao *closing*, sob forma de *representations* e *warranties*<sup>189</sup>.

Uma vez verificado o evento *leakage*, incumbe ao vendedor indemnizar o comprador ou, inclusive, nos casos de maior gravidade, tal evento atribui ao comprador o direito de resolver o contrato. Com efeito, é de extrema relevância que as partes encetem negociações no sentido de entender, de forma clara, os conceitos de *leakage* e de *permitted leakage*, bem como definir os montantes indemnizatórios<sup>190</sup>.

---

<sup>186</sup> Dominic Ricketts, “To lock or not to lock – An introduction to the Locked Box closing mechanism”, janeiro, 2014, p. 3.

<sup>187</sup> Rachel Taylor et al, “Locked box: Price protection, not price adjustment – Mergers and Acquisitions Alert”, julho, 2017.

<sup>188</sup> São os chamados eventos “*leakage*”. Tal estipulação visa evitar transferências do valor da empresa para o vendedor ou para partes relacionadas com ele (em relação de grupo ou de domínio), através de distribuição de dividendos a seu favor, perdão de dívidas ou transferências de ativos por um preço inferior ao do preço de mercado. Não obstante, há certos eventos que o vendedor não se pode abster de realizar para que a empresa continue a ser gerida normalmente: é o chamado *permitted leakage*. Dominic Ricketts, “To lock or not to lock – An introduction to the Locked Box closing mechanism”, *ob. cit.*, p. 5.

<sup>189</sup> Joana Torres Ereio, “Cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações”, *ob. cit.*, p. 142.

<sup>190</sup> *Ibidem*, p. 143.

## 8. Conclusão

A transmissão de empresas configura frequentemente uma operação complexa e dinâmica que envolve uma multiplicidade de processos. Por este facto, é usual que os intervenientes mantenham negociações durante longos períodos que antecedem a sua formalização. Para além da determinação dos elementos a transmitir, a pedra de toque nas negociações diz respeito à definição do preço, enquanto elemento essencial do contrato de compra e venda (879.º do CC).

No seio destas operações verifica-se uma acentuada assimetria informativa entre os contraentes que pode ser minorada mediante um mecanismo de obtenção de informação: a *due diligence*. Tal mecanismo dá o mote à contratação.

Com efeito, é imperativo captar o panorama económico da empresa para fixar o preço da compra e venda. Para tal, é necessário que as próprias partes na operação estabeleçam que elementos são considerados fulcrais, pré-estabelecendo os elementos-alvo a ter como relevantes.

Os intervenientes em tais operações, ao lançarem mão de cláusulas de revisão de preço, pretendem, sobretudo, antecipar possíveis litígios decorrentes da verificação de vícios na coisa adquirida, pelo que acordam previamente formas de o adquirente manter interesse na empresa, ao invés de resolver o contrato, por exemplo.

De facto, à semelhança do que acontece com as demais, as partes não podem deixar de estipular essas cláusulas de forma clara e completa, não deixando a sua interpretação à mercê do intérprete. A segurança proporcionada por tais cláusulas é traduzida pelo rigor no estabelecimento da medida de variação do preço.

Como resulta do exposto, as operações de transmissão de empresas desdobram-se em diferentes segmentos, que começam nas negociações pré-contratuais e vão até ao momento da aplicação das cláusulas de variação de preço. A liberdade contratual concede às partes, na elaboração do contrato, a possibilidade de estas estabelecerem uma consequência para a ocorrência de uma possível vicissitude, alterando, de alguma forma, a base da contratação, nomeadamente quanto ao preço. O cerne da questão passa, essencialmente, pela distribuição do risco pelas partes envolvidas consoante os seus interesses e expectativas para a empresa.



O maior desafio nos contratos de aquisição de empresas é tentar equilibrar os interesses do alienante e do adquirente, ou seja, não onerar excessivamente uma parte em detrimento de outra.

## **9. Bibliografia**

**ABREU, Jorge Coutinho de**

- *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, Almedina, 1996.
- *Curso de Direito Comercial*, vol. I, Almedina, 11<sup>a</sup> edição, 2018.

**ADAMS, Kenneth A.**

- “A legal usage analysis of «Material Adverse Change» provisions”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 1, nº 1, Article 2, 2004, disponível em [https://www.adamsdrafting.com/downloads/Legal-Usage-Analysis-of-MAC-\(Fixed\).pdf](https://www.adamsdrafting.com/downloads/Legal-Usage-Analysis-of-MAC-(Fixed).pdf)

**ALMEIDA, Carlos Ferreira de**

- *Contratos I – Conceitos, fontes, formação*, Almedina, 5<sup>a</sup> edição, 2017.

**ANTUNES, José Engrácia**

- *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, Coimbra, Almedina, 2<sup>a</sup> edição, 2002.
- “A empresa como objecto de negócios: “Asset Deals” Versus “Share Deals”, *ROA*. - Lisboa. - A. 68. nº 2/3 (Set.-Dez.), 2008, pp. 715 – 793.

**CAIN, Matthew D., DENIS, David J., DENIS, Diane K.**

- “Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements”, *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, Forthcoming, maio, 2010, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=899094](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=899094)

**CÂMARA, Paulo e BRITO BASTOS, Miguel**

- “O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011.

**CARREIRO, Sofia**

- “A fusão”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011.

**CARVALHO, Orlando de**

- *Direito das Coisas*, Coimbra Editora, 1977.

**CHOI, Albert H.**

- “Addressing Informational Challenges with Earnouts in Mergers and Acquisitions”, *Research Handbook on Mergers and Acquisitions, Forthcoming; Virginia Law and Economics Research Paper No. 2016-17*, setembro, 2016, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2838029](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2838029)
- “Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments”, University of Virginia School of Law, setembro, 2016, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2460777](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2460777)

**CORDEIRO, António Menezes**

- “Vícios ocultos nos bens privatizados: Subsídios para a análise da privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimentos, S.A. e suas consequências”, Parecer, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.
- *Tratado de Direito Civil, II, Parte geral. Negócio jurídico*, Almedina, Coimbra, 4ª edição, 2014.

**CORREIA, António Ferrer**

- *Sociedades fictícias e unipessoais*, Livraria Atlântida, Coimbra, 1948.

**CORREIA, António Ferrer e SÁ, Almeno de**

- “Oferta pública de venda de acções e compra e venda de empresa (Parecer)”, CJ, T. IV, 1993.
- “Parecer”, *A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.

**COSTA, Mário Júlio de Almeida**

- *Direito das Obrigações*, Almedina, 12ª edição, 2009.

**CUBEL, Pablo**

- “What advantages and disadvantages does an earn-out clause imply for the seller?”, disponível em <https://blog.cuatrecasas.com/advantages-earn-clause-imply-seller/?lang=en>.

**CUNHA, Paulo Olavo**

- *Lições de Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 2ª edição, 2010.
- *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 6ª edição, 2016.

**DENIS, David J. e MACIAS, Antonio J.**

- “Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics”, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming, 2010, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1609765](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609765)

**EREIO, Joana Torres**

- “Cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações”, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2015.

**FERNANDES, Luís A. Carvalho e LABAREDA João,**

- *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, Quid Juris, 3ª edição, 2015.

**FERNANDES, Luís A. Carvalho**

- *Teoria Geral do Direito Civil: Fontes, conteúdo e garantia da relação jurídica*, vol. II, Universidade Católica Editora, 2010.

**GALVÃO, Clemente V.**

- “Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda: um contributo”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 70, nº 1-4 (Jan.- Dez.), 2010, pp. 533 – 573.

**GILSON, Stuart C.**

- "Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups", published by John-Wiley & Sons, julho, 2001, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=278580](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278580)

**GONÇALVES, Diogo Costa**

- “Artigos 117º - A a 117º - L”, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro, 2ª edição, 2014.

**GONÇALVES, Marco Carvalho**

- *Lições de Processo Civil Executivo*, Almedina, 2016.

**IVASHINA, Victoria e KOVNER, Anna**

- *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, EFA 2008 Athens Meetings Paper, abril, 2010, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1017857](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017857)

**JÚNIOR, Eduardo dos Santos**

- “Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 57, II, 1997, pp. 215 – 249.

**LANÇA, Cidália**

- “O imposto sobre o Valor Acrescentado”, in *Lições de Fiscalidade*, vol. I – Princípios Gerais e Fiscalidade Interna, coord. João Ricardo Catarino e Vasco Branco Guimarães, Almedina, 6ª edição, 2012.

**LENZ, Rainer**

- “The Logic of Merger and Acquisition Pricing”, University of Applied Sciences, Bielefeld, 2008, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1019049](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1019049)

**LOUREIRO, Catarina Tavares e FERREIRA, Manuel Cordeiro**

- “As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016”, in *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, Nº 44, 2016.

**MACIAS, Antonio J.**

- *Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MACs) Clauses*, abril, 2009, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108792](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108792)

**MARQUES, Elda**

- “Anotação ao artigo 97.º”, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. II, coord. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Almedina, 2015.

**MARTINS, Alexandre Soveral**

- Transmissão da Empresa Societária: Algumas Notas”, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol.1, FDUC, Coimbra Editora, 2007.
- “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte, Almedina, 2011.

**MONTEIRO, António Pinto e PINTO, Paulo Mota**

- “Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)”, *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias*, vol. IV, Coimbra Editora, 2010.

**MORAIS, Fernando de Gravato**

- *Novo regime de arrendamento Comercial*, Almedina, 2006.

**OLIVEIRA, Ana Perestrelo de**

- *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2ª edição, 2018fer.

**OSÓRIO, José Diogo Horta**

- *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*, Almedina, 2001.

**PEREIRA, Isabel Peixoto**

- “Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade colectiva, a despropósito de dois acórdãos”, in *Julgar* – Lisboa, n.º 8 (Maio-Agosto), 2009, pp. 61 – 84.

**PIRES, Catarina Monteiro**

- *Aquisição de empresas e de participações acionistas - Problemas e litígios*, Almedina, 2018.

**RIBES, Miguel Gimeno**

- *La Protección del comprador en la adquisición de empresa – Estudio comparado de los ordenamientos Español y Alemán*, Editorial Comares, 2013.

**RICCI, Francesco**

- *Due diligence e responsabilità*, Bari, Cacucci Editore, 2008.

**RICKETTS, Dominic**

- “To lock or not to lock – An introduction to the Locked Box closing mechanism”, janeiro, 2014, disponível em <https://www.pwc.com/ca/en/transaction-service/publications/pwc-introduction-locked-box-closing-mechanism-2014-01-en.pdf>.

**RUSSO, Fábio Castro**

- “Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo”, in *Direito das Sociedades em Revista*, vol. 4, Ano 2, setembro 2010.

- “Due diligence e responsabilidade”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2011.

- “Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, 2012.

**SÁ, Fernando Oliveira e**

- “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011.

- “Cláusulas *Material Adverse Change* (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, in *Direito Comercial e das Sociedades, Estudos em memória do Professor Paulo M. Sendim*, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2012.

**SÁNCHEZ, Efrén Avendaño e MONTES, Diego Estela**

- *Aplicación y Eficacia de las Cláusulas de Declaraciones y Garantías y de Limitación de la Responsabilidad en los Contratos de Compraventa de Acciones*, Pontificia Universidad Javeriana, Students, novembro, 2016, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2863184](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2863184)

**SCHWARTZ, Andrew A.**

- “A «Standard Clause Analysis» of the Frustration Doctrine and the material adverse change clause”, *Legal Studies Research Paper Series*, Nº 09-15, 2009, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1466131](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466131).

**SIMÕES, Rui**

- “A aquisição de empresas insolventes”, in *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora, 2011.

**SILVA, João Calvão da**

- “A empresa como objecto do tráfico jurídico”, in *Estudos de Direito Comercial (pareceres)*, Almedina, Coimbra, 1996.

**SILVA, Eduardo Sá**

- *Fusões e Aquisições: Abordagem contabilística, financeira e fiscal*, Vida Económica, 2015.

**STRÖMBERG, Per e KAPLAN, Steven N.**

- *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Junho, 2008, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1194962](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1194962)

**TAYLOR, Rachel, THOMSON, Martin, WISEMAN, Martin e WOODS, Reuben**

- “Locked box: Price protection, not price adjustment – Mergers and Acquisitions Alert”, julho, 2017, disponível em <https://www.dlapiper.com/en/newzealand/insights/publications/2017/07/locked-box/>.

**TELES, António e DIAS, João Carmona**

- “Garantia na alienação de empresas”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011.

**TELLES, Inocêncio Galvão**

- “Parecer”, *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.

**VASCONCELOS, Pedro Pais de**

- *Direito Comercial*, vol. I, Almedina, 2015.

**VENTURA, Raúl**

- *Dissolução e Liquidação de Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2003.



**WHINCUP, Michael H.**

- *Contract Law and Practice – the English System and Continental Comparisons*, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, Boston, 1992.

## **JURISPRUDÊNCIA**

Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de março de 1995.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 6 de dezembro de 2006, processo nº 06B3458 (relator Oliveira Barros).

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 26 de junho de 2007, processo nº 07A1274 (relator Afonso Correia).

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 26 de novembro de 2014, processo nº 282/04.9TBAVR.C2.S1 (relator Tavares de Paiva).

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 1 de março de 2016, processo nº 4915/04.9TVLSB.L1.S1 (relator Fernandes do Vale).